

## 人民幣成為亞洲區域貨幣錨 的政經分析

郭建中

（淡江大學中國大陸研究所副教授）

王國臣

（政治大學國家發展研究所博士）

### 摘 要

本文採用修正的一籃子貨幣模型及分析層次，探析全球金融海嘯前後，亞洲貨幣錨的地位變化與原因。結果發現：亞洲貨幣錨的地位依序為美元、人民幣與歐元；若排除美元，則亞洲已成為人民幣區。尤其 2010 年起人民幣國際化政策的加速，促成亞洲各國再調高人民幣的權重。究其原因，亞洲各國共同面對美元霸權的威脅、區域貨幣整合的緩慢；反之，中國大陸與亞洲國家經濟互賴與貨幣政治權力活動更加緊密。因此，釘住人民幣是亞洲多數國家的共同利益。

**關鍵詞：**亞洲貨幣錨、一籃子貨幣模型、分析層次、人民幣、國際貨幣權力

### 壹、前言

2008 年金融海嘯後，美國試圖擴大貨幣供給，帶動自身經濟成長。此時，世界各國如果繼續釘住(peg)美元(USD)，將加大各自流動性衝擊與通貨膨脹壓力；反之，若放開匯率管制，則各國所擁有的美元

資產，將隨著美元貶值而逐步蒸發。對此，中國大陸——美國最大的出超國與債權國，感受最為強烈。據此，中國大陸政府開始逐步放寬人民幣兌美元匯率的浮動區間，並推出人民幣國際化政策，這標誌著人民幣已決定要走自己的路，並進一步朝亞洲區域之核心貨幣邁進。

不過，中國大陸學者對於「亞洲人民幣化」的意見則反應兩極。贊成者如高海紅便指出，亞洲區域金融合作的制度框架即是，以人民幣作為區域儲備貨幣、干預貨幣，以及貨幣錨(anchor currency)。<sup>1</sup>姚枝仲也強調，中國大陸與東南亞國家協會(The Association of Southeast Asian Nations, ASEAN)各國存在非對稱的競爭壓力，因此人民幣沒有必要放棄獨立地位。<sup>2</sup>換言之，應造就人民幣成為亞元(Asian dollar)。

持反對意見者有李巍與丁一兵。他們認為，日本在金融和貨幣領域具有領先優勢，而中國大陸在此領域卻面臨結構性困境。因此，即使中國大陸與日本經濟規模的差距逐漸拉開，中國大陸還是需要日本的大力合作，共同領導亞洲貨幣整合。所以，中國大陸的「過度自信」將破壞區域貨幣合作的政治基礎，削弱中國大陸在亞洲貨幣秩序建設的政治領導力。他們建議，中國大陸應參與或推進亞洲貨幣單位(Asian Currency Unit, ACU)。<sup>3</sup>換言之，人民幣應與亞洲其他國家共同實行以一籃子貨幣為基礎的匯率協調機制。

本文認為，上述兩派學者的爭論關鍵在於，亞洲各國對於人民幣

- 
1. 高海紅，〈人民幣成為區域貨幣的潛力〉，《國際經濟評論》（北京），2011年第2期，2011年2月，頁80-88。
  2. 姚枝仲，〈不對稱競爭壓力與人民幣的亞洲戰略〉，《世界經濟與政治》（北京），2004年第7期，2004年7月，頁62-66。
  3. 李巍，〈東亞貨幣秩序的政治基礎——從單一主導到共同領導〉，《當代亞太》（北京），2012年第6期，2012年6月，頁22-46；丁一兵，〈亞洲貨幣合作與中日協調：中國的視點與構想〉，李曉、上川孝夫編，《人民幣、日圓與亞洲貨幣合作——中日學者的對話》（北京：清華大學出版社，2010年），頁177-208。

的實際接受程度。如果亞洲各國普遍接受人民幣，則隨著人民幣國際化政策進程的加快，很可能自行發展成為區域的核心貨幣；反之，中國大陸將轉而促成 ACU 的發展，此時，人民幣只是一籃子貨幣的其中之一而已。

據此，本文的研究重點是，亞洲各國是否會選擇人民幣作為彼此間匯率協調的基準，意即人民幣是否為亞洲區域貨幣錨？如果是，是什麼時候開始？理由為何？這是觀察亞洲各國對於人民幣實際接受程度的一個很重要面向。

在章節安排上，本文的第二部分先論述研究方法，包括區域貨幣錨的定義與測量方法——一籃子貨幣模型(basket currency regressions)，以及其修正方法。第三部分利用一籃子貨幣模型，檢證亞洲 13 個經濟體間是否存在區域貨幣錨。第四部分與第五部分則依序從國際、亞洲及國家三個層次，探討亞洲各國選擇區域貨幣錨的政經因素。最後則是結論。

## 貳、研究方法

本文首先說明區域貨幣錨的定義與測量方法——一籃子貨幣模型。但為了在模型中納入人民幣，並增加實證結果的穩健性(robustness)，我們透過兩種研究方法，修正與補充一籃子貨幣模型：一是計量經濟模型的修正，即利用兩階段迴歸與自我迴歸條件異質變異模型(autoregressive conditional heteroskedasticity model, ARCH)進行修正；二是加入分析層次(level of analysis)，分別從國際、區域與國家三個層次找尋亞洲各國選擇區域貨幣錨的政治經濟因素。以下依序說明之。

### 一、區域貨幣錨的定義與測量方法

區域貨幣錨是指，一國貨幣或數種貨幣（籃子貨幣）成為區域內其他貨幣釘住的對象，例如：美元或歐洲貨幣單位(European Currency Unit, ECU)。當區域內許多貨幣與貨幣錨的相對匯率變動具有一致性

時，則該貨幣錨便成為區域貨幣錨。這種匯率的聯合浮動可以是自發的，也可以經由多邊協調而產生。

表 1 進一步闡釋區域貨幣錨的重要性。首先，貨幣當局必須要擁有足夠的外匯存底，才能在外匯市場上進行干預，以維繫本國貨幣與貨幣錨間匯率穩定。換言之，貨幣錨功能大幅提升政府部門使用該貨幣作為國際支付與價值儲藏的機會。並且，隨著外匯交易量的增加，使用該貨幣的外匯交易成本將隨之下降。其次，雙邊匯率的穩定也會減少使用該貨幣的不確定性與匯兌風險，這也有助於降低外匯交易成本。受到外匯交易成本下降的影響，民間也更願意使用該貨幣作為國際貿易計價、結算與投資的媒介。

表 1 區域貨幣錨與國際貨幣

貨幣功能	政府部門	民間部門
計價單位	貨幣錨：央行為確定本國匯率，而釘住的一至數種貨幣。	計價貨幣：私人用於計算彼此間債權及債務關係之貨幣。
交易媒介	外匯干預：央行為維持本國匯率而買入或賣出的貨幣。	結算貨幣：私人用於清償彼此間債權及債務關係之貨幣。
價值儲藏	外匯儲備：央行所持有國際貨幣及其計價的金融資產。	投資貨幣：私人持有國際貨幣及其計價的金融資產。

資料來源：Phillipp Hartmann & Otmar Issing, “The International Role of the Euro,” *Journal of Policy Modeling*, Vol. 24, Issue 4, July 2002, p. 316。

在研究方法上，佛蘭克(Jeffrey A. Frankel)與魏尚進(Shang-Jin Wei)提出一個便捷的方法，以估計區域貨幣錨：如果區域內各國貨幣與特定貨幣間具有共同趨勢(co-movement)，則該特定貨幣便是區域貨幣錨。<sup>4</sup> 以方程式表示如下：

4. Jeffrey A. Frankel & Shang-Jin Wei, “Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies,” in Takatoshi Ito & Anne O. Krueger, eds., *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*

$$\Delta_{\%}A_t = C_1 + \beta_1\Delta_{\%}USD_t + \beta_2\Delta_{\%}EUR_t + \beta_3\Delta_{\%}JPY_t + \beta_4\Delta_{\%}CNY_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

式(1)中， $A_t$ 表示，在  $t$  時期，亞洲 13 個貨幣兌瑞士法郎的每日匯率。 $USD_t$ 、 $EUR_t$ 、 $JPY_t$  及  $CNY_t$  分別表示，在  $t$  時期時，美元、歐元(EUR)、日圓(JPY)及人民幣兌瑞士法郎的每日匯率。 $\Delta_{\%}$ 表示各國貨幣兌瑞士法郎的匯率變動率。 $\varepsilon$ 表示誤差項。 $\beta$ 係數若顯著為正，則代表該貨幣與解釋變數間具有共同趨勢。 $C_1$ 為常數項，若其顯著為正，則表示該國可能採取爬行釘住(crawling peg)。此外，判定係數( $R^2$ )愈趨近於 1，表示該國匯率體制為釘住一籃子貨幣制，或釘住單一貨幣制。

過去相當多的研究學者都是採用一籃子貨幣模型，來分析亞洲貨幣錨，例如：關志雄(Chi Hung Kwan)、河合正弘(Masahiro Kawai)、薄娜西科(Agnès Bénassy-quéré)、麥金農(Ronald McKinnon)與施納布爾(Gunther Schnabl)及小川英治(Eiji Ogawa)等。<sup>5</sup>不過，上述學者都沒有將人民幣納入一籃子貨幣當中予以分析。並且，他們都沒有深度探討，亞洲各國選擇區域貨幣錨的政經因素。據此，本文以下將從計

---

(Chicago: University of Chicago Press, 1994), pp. 297-298.

5. Chi Hung Kwan, "A Yen Bloc in Asia: An Integrative Approach," *Journal of the Asia Pacific Economy*, Vol. 1, Issue 1, January 1996, pp. 1-21; Masahiro Kawai, "Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997-98 Currency Crisis," *Monetary and Economic Studies*, Vol. 20, No. S-1, December 2002, pp. 167-214; Eiji Ogawa, Takatoshi Ito, & Yuri Sasaki, "Cost, Benefits, and Constraints of the Currency Basket Regime," in Asian Development Bank, ed., *Monetary and Financial Integration in East Asia: The Way Ahead* (Vol. 2) (New York: Palgrave-Macmillan, 2004), pp. 209-239; Agnès Bénassy-Quéré, "Optimal Pegs for East Asian Currencies," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 13, Issue 1, March 1999, pp. 44-60; Ronald McKinnon & Gunther Schnabl, "Synchronised Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate," *The World Economy*, Vol. 26, No. 8, August 2003, pp. 1067-1088.

量經濟模型與分析層次，對一籃子貨幣模型進行修正與補充。

## 二、計量經濟模型的修正

伊藤隆敏(Takatoshi Ito)最先將人民幣加入到一籃子貨幣模型當中。他觀察 2005 年 7 月至 2008 年 12 月亞洲共同貨幣錨的變化，發現在亞洲 11 個貨幣中，有六個貨幣與人民幣具有共同趨勢，其中印尼盾(IDR)、新加坡元(SGD)及馬來西亞林吉特(MYR)的主要釘住貨幣都是人民幣，其次才是美元。<sup>6</sup>

不過，由於人民幣與美元匯率之間存在高度的相關性，因此，如果將二者同時放入解釋變數當中，很可能產生共線性(collinearity)問題。換言之，伊藤隆敏的估計結果可能有誤。

所以，薩勃拉曼尼亞(Arvind Subramanian)與凱斯勒(Martin Kessler)採用兩階段迴歸，消除共線性。第一階段為以人民幣兌瑞士法郎匯率，作為被解釋變項；以美元兌瑞士法郎匯率，作為解釋變項，目的將人民幣匯率中的美元因素抽離出來，而殘差項( $\mu_t$ )便為人民幣自主決定的部分，並命名為 $\widehat{CNY}_t$ 。<sup>7</sup>其次再將 $\widehat{CNY}_t$ 取代式(1)中的CNY，進行第二階段的估計。<sup>8</sup>以方程式表示如下：

6. Takatoshi Ito, "China as Number One: How About the Renminbi?" *Asian Economic Policy Review*, Vol. 5, Issue 2, December 2010, pp. 268-271.

7. 在兩階段迴歸中，第一階段旨在將人民幣匯率中的美元因素剝離出來，留下人民幣自主決定的部分。如果加入常數項(C)，或是改採 ARCH 模型，都會低估人民幣自主決定的規模。因此，這一階段只利用普通最小平方法(ordinary least squares, OLS)模型進行估計，且解釋變數中不加入常數項。

8. Arvind Subramanian & Martin Kessler, "The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go?" *PIIE Working Paper*, No. WP12-19, October 2012, pp. 4-5.

$$\begin{cases} \Delta_{\%}CNY_t = \gamma_1 \Delta_{\%}USD_t + \mu_t \\ \Delta_{\%}A_t = C_2 + \gamma_2 \Delta_{\%}USD_t + \gamma_3 \Delta_{\%}EUR_t + \gamma_4 \Delta_{\%}JPY_t + \gamma_5 \Delta_{\%}\widehat{CNY}_t + v_t \end{cases} \quad (2)$$

但是，薩勃拉曼尼亞與凱斯勒沒有將亞洲另一個重要貨幣——日圓納入考量。特別是他們與過去的先行研究，<sup>9</sup>也都忽略匯率所具有的波動群聚(volatility clustering)現象，意即匯率的本期波動與前期的波動通常為正相關——大波動往往伴隨著大波動，而小波動則緊接著小波動，這會產生殘差序列自我相關(autocorrelation)與異質變異性(heteroskedasticity)的問題，也就是說 OLS 的實證結果不具備有效性。對此，我們將進行 Ljung-Box Q<sup>2</sup> 自我相關檢定與 ARCH-LM 條件異質變異檢定，若檢定結果顯著拒絕虛無假設，則我們將改採 ARCH 模型。<sup>10</sup>最後，過去的量化研究都只是停留在表象的分析，沒有更進一步探討區域貨幣錨形成的政經結構因素。為此，以下將引入分析層次，予以補充。

### 三、分析層次

分析層次的優點在於，其能夠將許多不同卻又相關連的理論，以千層蛋糕的方式，將繁雜的現象有組織地呈現。<sup>11</sup>這對於區域貨幣錨的

9. 佛蘭克與魏尚進提出以 OLS 模型作為一籃子貨幣迴歸分析的實證模型，後續研究也都是以 OLS 進行分析，而本文則進行殘差檢定與利用 ARCH 模型修正之。

10. G. M. Ljung & G. E. P. Box, "On a Measure of Lack of Fit in Time Series Models," *Biometrika*, Vol. 65, Issue 2, August 1978, pp. 297-303; Robert F. Engle, "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation," *Econometrica*, Vol. 50, No. 4, July 1982, pp. 987-1007.

11. 以不同分析層次探討歐洲經濟暨貨幣聯盟(European Economic and Monetary Union, EMU)的作品相當多。請見 Jeffry Frieden & Erik Jones, "The Political Economy of European Monetary Union: A Conceptual Overview," in Jeffry

研究極為有用，因為政治經濟學界還沒有發展出完整的區域貨幣錨理論與模型。<sup>12</sup>據此，本文擬以國際、亞洲及國家三個層次，討論區域貨幣錨的成因。

#### (一)國際層次

國際層次指涉國際貨幣體系的權力結構，在此層次涉及的理論有二：「國際貨幣權力理論」與「國際貨幣理論」。首先，國際貨幣權力理論所探討的中心議題是國際收支失衡調整的問題。例如：馬蒂亞斯(Matthias Kaelberer)認為，面對外部經濟失衡，貨幣弱國則只能在國內總體經濟政策與外部匯率政策兩者擇一。相對而言，貨幣強國由於不受外匯存底的限制，因此能延遲國際收支失衡的調整，並將此一調整成本轉嫁給其他國家。<sup>13</sup>

---

Frieden, Daniel Gros, & Erik Jones, eds., *The New Political Economy of EMU* (Lanham, MD: Rowman & Littlefield, 1998), pp. 163-186; Geoffrey R. D. Underhill, "Global Integration, EMU, and Monetary Governance in the European Union: The Political Economy of the 'Stability Culture'," in Kenneth Dyson, ed., *European States and the Euro: Europeanization, Variation, and Convergence* (New York: Oxford University Press, 2002), pp. 31-52; Amy Verdun, *European Responses to Globalization and Financial Market Integration: Perceptions of Economic and Monetary Union in Britain, France and Germany* (Basingstoke: MacMillan, 2000), pp. 17-47; 李俊毅、羅至美，〈歐元歷史：分析層次的觀點〉，《政治科學論叢》，第46期，2010年12月，頁71-110。

12. 巴曙松、楊現領，〈貨幣錨的選擇與退出：對最優貨幣規則的再考察〉，《國際經濟評論》（北京），2011年第1期，2011年1月，頁142；Agnès Bénassy-Quéré & Amina Lahrèche-Révil, "The Euro as a Monetary Anchor in the CEECs," *Open Economies Review*, Vol. 11, Issue 4, October 2000, p. 305。
13. Benjamin J. Cohen, "The Macrofoundation of Monetary Power," in David M. Andrews, ed., *International Monetary Power* (Ithaca and London: Cornell University Press, 2006), pp. 31-50; Matthias Kaelberer, "Structural Power and the Politics of International Monetary Relations," *The Journal of Social,*

另外，國際貨幣理論側重分析影響主權貨幣的國際地位之各項經濟因素，包括較大的經濟與貿易規模、健全的金融體系、歷史慣性及對貨幣穩定的信心。<sup>14</sup> 但是，艾肯格林(Barry Eichengreen)強調，一國即使擁有經濟上的主導地位，也不足以使本國貨幣自然地成為國際貨幣或區域主導貨幣，還需要其他國家不同程度的合作，這種合作既包括促進市場交流的安排，也包括制度化的安排。<sup>15</sup>

政治力量對於一國貨幣的國際地位之影響不僅於此，艾肯格林與佛蘭克都指出，政府的積極介入可以大幅降低國際貨幣使用中歷史慣性所造成的影響。例如：美國的國民生產總值(gross national product, GNP)在 1872 年就已經超越英國，但由於美國政府的消極態度，以致美元取代英鎊成為全球強勢貨幣卻是在 1946 年之後，兩者相隔近半世紀，這期間落差便是上述的歷史慣性所致。<sup>16</sup>

#### (二)亞洲層次

亞洲層次是指區域貨幣整合機制的發展與區域貨幣整合的主導權。首先，迪特(Heribert Dieter)指出，既有的歐洲統合階段都只專注在經濟面向，忽略貨幣與金融領域。據此，他提出貨幣整合的四個層

---

*Political, and Economics Studies*, Vol. 30, No. 3, October 2005, pp. 333-359; 趙文志，〈國際貨幣權力理論的應用：中國匯率政策改變的原因分析〉，《問題與研究》，第 50 卷第 2 期，2011 年 6 月，頁 147-150。

14. Menzie Chinn & Jeffrey Frankel, "Why the Euro Will Rival the Dollar," *International Finance*, Vol. 11, Issue 1, Spring 2008, pp. 52-53.

15. Barry Eichengreen, "Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System," *NBER Working Paper Series*, No. 2193, September 1989, pp. 253-254.

16. Jeffrey A. Frankel, "Historical Precedents for the Internationalization of the RMB," *CGS/IIGG Working Paper*, No. 17, November 2011, p. 335; Barry Eichengreen, "The Renminbi as an International Currency," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 33, Issue 5, September-October 2011, pp. 727-729.

次：區域流動基金、區域貨幣體系、貨幣聯盟及政治聯盟。本文將依此架構，在第四部分進一步檢視當前亞洲貨幣整合機制的進展。<sup>17</sup>

接著本文要問地是，是什麼因素推動亞洲貨幣整合機制的進展？牽涉到的原因很複雜，包括：經濟、政治、文化等各個層面。但最主要的關鍵問題之一，就是主導權，意即哪個國家支配區域貨幣整合的進程，以及區域內國家以何種貨幣作為中心貨幣。<sup>18</sup>

進一步而言，主權貨幣的國際地位愈高，使用該貨幣的交易成本將愈低，因此只會有少數的貨幣在國際上廣泛流通。這也決定了區域間貨幣合作必然為自強而弱的層級權力關係，區域貨幣合作的主導權將集中到區域內的經濟與貨幣強權，而且權力愈集中，區域貨幣整合的推展也愈快。<sup>19</sup>例如：歐洲能實現貨幣整合，強大穩定的德、法兩國和德國馬克發揮了舉足輕重的作用。

### (三)國家層次

國家層次涉及兩個方面：一是政治面，即區域內霸權透過外交說服的方式，與周邊國家共同營造有利於自身的區域貨幣體系。進一步而言，儘管在國際層次上，區域內強權仍會受制於美元霸權的單邊行動，但其也可以加強與區域內國家的金融合作，試圖扭轉國際貨幣權力結構(monetary power structure)的不平衡。根據斯特蘭奇(Susan Strange)、科恩(Benjamin J. Cohen)及科什納(Jonathan Kirshner)等人的觀點，貨幣權力的再平衡不是用強迫的方式，而是透過形塑、控制貨幣環境的說服方式為之。<sup>20</sup>據此，我們將檢視中國大陸主動和周邊國家的

---

17. Heribert Dieter, "Monetary Regionalism: Regional Integration without Financial Crises," *CSGR Working Paper*, No. 52/00, May 2000, pp. 9-20.

18. 曾慶山，〈中國—東盟貨幣一體化前景的政治經濟學分析〉，《經濟與社會發展》（南寧），第3卷第9期，2005年9月，頁123-124。

19. Rawi Abdelal, "The Politics of Monetary Leadership and Followership: Stability in the European Monetary System since the Currency Crisis of 1992," *Political Studies*, Vol. 46, No. 2, June 1998, pp. 241-245.

貨幣權力互動，是否改變相互之間的貨幣行為。<sup>21</sup>

其次，就經濟面而言，威萊特(Thomas D. Willett)強調，除有賴各國的政治行動外，尚須有經濟整合作為基礎，才足以促成貨幣統合。據此，他結合最適貨幣區指數(optimal currency areas index, OCA index)<sup>22</sup>與公共選擇理論(public choice theory)，提出經濟結構的一致性、貿易關聯程度、金融市場的發展、經濟成長及體制彈性五項準則，衡量一國加入最適貨幣區是否符合其國家利益。<sup>23</sup>由於亞洲貨幣整

20. Benjamin J. Cohen, *Organizing the World's Money: The Political Economy of International Monetary Relations* (New York: Basic Books, 1977), pp. 53-77; Jonathan Kirshner, *Currency Coercion: The Political Economy of International Monetary Power* (Princeton: Princeton University Press, 1995), pp. 3-20; Susan Strange, "Still an Extraordinary Power: America's Role in a Global Monetary System," in Raymond E. Lombra & Willard E. Witte, eds., *Political Economy of International and Domestic Monetary Relations* (Ames, Iowa: Iowa State University Press, 1982), pp. 73-93; Susan Strange, "The Future of the American Empire," *Journal of International Affairs*, Vol. 42, No. 1, Fall 1988, pp. 1-17; 趙文志，〈國際貨幣權力理論的應用：中國匯率政策改變的原因分析〉，頁 143-167。

21. 根據安德魯(David M. Andrews)的定義，貨幣權力為「由於 A 國和 B 國的貨幣權力關係改變，造成 B 國在貨幣政策上產生一定的行為模式。」請見 David M. Andrews, "Monetary Policy Coordination and Hierarchy," in David M. Andrews, ed, *International Monetary Power* (New York: Cornell University Press, 2006), pp. 91-116。

22. Tamim Bayoumi & Barry Eichengreen, "Ever Closer to Heaven? An Optimum-currency-area Index for European Countries," *European Economic Review*, Vol. 41, Issue 3-5, April 1997, pp. 761-770.

23. Thomas D. Willett, "Optimum Currency Area and Political Economy Approaches to Exchange Rate Regimes: Towards a Framework for Integration," paper presented at the Conference on Britain and Canada and their Large Neighbouring Monetary Unions (Canada: University of Victoria, October

合尚未邁入單一貨幣的階段，因此本文不探討體制彈性。

### 1. 經濟結構的一致性

經濟結構相一致，區域內國家面對的衝擊也相同，因此實施共同貨幣政策不致發生地區差異。國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)認為，出口產品相似指數(export similarity index, ESI)便是觀察區域內國家經濟結構一致性程度的重要指標之一。ESI 計算公式表示如下：

$$ESI_{i,j,t} = 100 \times \frac{\sum_k EX_{k,i,t} \times EX_{k,j,t}}{\sqrt{\sum_k EX_{k,i,t}^2} \times \sqrt{\sum_k EX_{k,j,t}^2}} \quad (3)$$

式(3)中， $ESI_{i,j,t}$  表示 i 國與 j 國之間出口結構的相似指數， $EX_{k,i,t}$  表示商品 k 占 i 國出口量的比重， $EX_{k,j,t}$  表示，商品 k 占 j 國出口量的比重。該指數介於 0 到 100 之間，愈趨近於 100，表示兩國出口產品結構愈相似。<sup>24</sup>

### 2. 貿易關聯程度

區域內各國貿易關係愈密切，使用共同貨幣的好處也愈大，例如：可以大幅降低彼此的匯兌風險。依據世界貿易組織(World Trade Organization, WTO)的建議，本文以出口密集指數(export intensity index, EII)作為衡量「貿易關聯程度」的衡量指標。EII 是指，某一國對另一國的出口相對於全世界對該另一國出口的比例，如果 EII 大於 1，表示該國為另一國重要的貿易夥伴國。<sup>25</sup>

17-18, 2003), pp. 19-21.

24. International Monetary Fund, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific* (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2007), p. 47.

25. World Trade Organization, *World Trade Report 2003: Trade and Development* (Geneva: World Trade Organization, 2003), pp. 56-57.

### 3. 經濟與金融市場規模

區域貨幣整合的基礎通常是，區域內經濟規模最大的國家所發行之貨幣。這是因為國家愈小，單獨使用貨幣作為交易的範疇愈小。因此，使用共同貨幣後，無論從計價單位、交易媒介還是價值貯藏的角度，小國所獲得的收益都應該是最大。

相同地，隨著主權貨幣的國際地位之提升，則該貨幣的外匯交易量也會擴大。因此，區域內國家若能爭取該貨幣到本國設立離岸中心，將對在地金融有所貢獻。這不僅在於增加新的貨幣金融工具，進而擴大金融市場規模，並提供離岸或國際業務活動的大量商機。特別是，金融產業的擴大還會帶動新一波的經濟成長，並讓該國的經濟實力再度提升。

綜合上述，本文透過兩階段迴歸與 ARCH 模型，以修正一籃子迴歸模型，以期所獲得的實證結果更為穩健。並且，本文進一步利用分析層次及貨幣權力理論(monetary power theory)，補充一籃子迴歸模型只停留在現象分析，沒有深入探討亞洲各國選擇區域貨幣錨的政治經濟理由。以下將先分析實證結果，然後再採用分析層次，探索亞洲各國選擇區域貨幣錨的政經因素。

## 參、亞洲區域貨幣錨的實證結果分析

有關本文實證金融海嘯前後亞洲區域貨幣錨的地位變化，研究期間為 2005 年 7 月 22 日至 2012 年 10 月 29 日，數據頻率為每日資料，共計 1,897 筆。研究對象包括亞洲 13 個主要貨幣。使用的統計軟體為預測分析計量(Eviews 6.0)。同時，本文進行各項模型穩健性檢定，以確保實證結果的可信度。本文以下依序說明一籃子貨幣模型的實證結果。

### 一、穩健性檢定

首先，本文使用輔助迴歸(auxiliary regression)，檢定解釋變數間

是否有共線性問題。<sup>26</sup>結果顯示，如果只採取一階段迴歸，變異數膨脹係數(variance inflation factor, VIF)平均高達 30.745，遠大於 10 的臨界值。反之，兩階段迴歸的 VIF 值平均只有 1.496。這表示：兩階段迴歸的實證結果，較一階段迴歸更為理想（請見表 2）。

表 2 共線性檢定

解釋變數	一階段迴歸	兩階段迴歸
人民幣(CNY)	60.096	n. a.
人民幣自主決定的部分( $\widehat{CNY}$ )	n. a.	1.012
歐元(EUR)	1.335	1.335
日圓(JPY)	1.619	1.617
美元(USD)	59.930	2.021
VIF 平均值	30.745	1.496

資料來源：作者自行整理。

說明：n. a.表示資料無法取得：因為一階段迴歸的解釋變數為人民幣(CNY)；反之，兩階段迴歸則是以人民幣自主決定的部分( $\widehat{CNY}$ )作為解釋變數。

在殘差檢定方面，只有兩個 OLS 模型的殘差序列通過檢定，分別是以印尼盾與越南盾(VND)為被解釋變數。反之，其餘 11 個 OLS 模型都拒絕 Ljung-Box  $Q^2$  自我相關檢定與 ARCH-LM 條件異質變異檢定的虛無假設，這表示：OLS 的估計結果可能存在偏誤。為此，本文進一步採取 ARCH 模型進行修正，結果顯示：所有模型的 Ljung-Box  $Q^2$  統計量與 ARCH 效果檢定值，皆在 10%顯著水準下，無法拒絕模型不存在殘差序列自我相關與條件異質變異的問題（請見表 3）。

---

26. R. Carter Hill, William E. Griffiths, & Guay C. Lim, *Principles of Econometrics* (4<sup>th</sup> Edition) (Hoboken, NJ: Wiley, 2012), pp. 153-155.

表 3 殘差檢定

項目類別	OLS		ARCH	
	Ljung-Box $Q^2$	ARCH-LM	Ljung-Box $Q^2$	ARCH-LM
澳元(AUD)	320.570***	319.906***	1.802	1.798
人民幣(CNY)	51.328***	51.223***	1.785	1.782
印尼盾(IDR)	2.185	2.181	n. a.	n. a.
印度盧比(INR)	19.213***	19.175***	1.038	1.036
日圓(JPY)	19.246***	19.206***	0.422	0.421
韓圓(KRW)	18.864***	18.825***	0.952	0.950
馬來西亞林吉特(MYR)	21.919***	21.925***	0.824	0.824
紐西蘭元(NZD)	12.380***	12.356***	0.468	0.467
菲律賓披索(PHP)	61.629***	61.517***	0.399	0.398
新加坡元(SGD)	59.449***	59.330***	0.224	0.223
泰銖(THB)	7.338***	7.322***	0.000	0.000
新臺幣(TWD)	18.844***	18.812***	1.095	1.093
越南盾(VND)	0.064	0.064	n. a.	n. a.

資料來源：作者自行整理。

說明：1. 所有變數均為遞延期數為 1 期。

2. \*\*\*表示 1%顯著水準。

3. n. a. 表示不存在殘差序列自我相關與條件異質變異的問題，所以沒有分時期重新估計。

透過上述統計檢定，本文實證模型不存在殘差序列條件異質變異與自我相關，以及共線性的問題，意即本文所建構的實證模型並無發現重大的計量瑕疵。以下依序說明實證結果。

## 二、實證結果

表 4 為亞洲 13 國一籃子貨幣組成分析。首先，美元與亞洲主要貨幣的關係最為強烈。在所有估計式中，美元(USD)的迴歸係數都顯著為正，平均為 0.789。

值得注意的是，儘管本文加入美元作為控制變項，並利用兩階段迴歸，剝離人民幣匯率中的美元因素，但人民幣自主浮動的部分( $\widehat{CNY}$ )

仍與亞洲主要貨幣間存在高度的共同趨勢， $\widehat{CNY}$  的迴歸係數平均為 0.631，強度僅次於美元，人民幣對其他亞洲貨幣匯率的影響力為第二；在亞洲 13 個主要貨幣中，只有越南盾、日圓(JPY)與人民幣不具共同趨勢。

第三，除越南盾與日圓外，在各個估計式中，歐元(EUR)的迴歸係數也都顯著為正，平均為 0.332，係數明顯小於美元與人民幣的自主浮動部分。

第四，在所有估計式中，日圓的迴歸係數不是無法拒絕係數為零的虛無假設，便是迴歸係數顯著為負。這表示：日圓與亞洲各貨幣不具有共同趨勢，即日圓並非亞洲各主要貨幣的一籃子參考對象。

最後，就匯率體制來看，澳元(AUD)、日圓、韓圓(KRW)及紐西蘭元(NZD)的 $R^2$ 明顯偏低，都小於 0.5，這表示上述四種貨幣屬於浮動匯率體制，即這些貨幣在很大程度上是由市場決定，沒有一個確定或可預測的匯率路徑。這與 IMF 的調查結果相一致。<sup>27</sup>

---

27. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2012* (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2012), pp. 71-79.

表 4 亞洲 13 國一籃子貨幣組成分析  
(2005 年 7 月 22 日至 2012 年 10 月 29 日)

項目類別	美元(USD)	歐元(ERU)	日圓(JPY)	$\widehat{CNY}$	常數項(C)	R <sup>2</sup>
澳元 (AUD)	<b>0.371</b> (0.023)	<b>0.988</b> (0.028)	<b>-0.335</b> (0.018)	<b>0.614</b> (0.111)	<b>0.031</b> (0.015)	0.459
人民幣 (CNY)	<b>0.977</b> (0.003)	<b>0.022</b> (0.004)	0.004 (0.002)	n. a.	<b>0.010</b> (0.002)	0.983
印尼盾 (IDR)	<b>0.913</b> (0.023)	<b>0.187</b> (0.028)	<b>-0.069</b> (0.019)	<b>0.523</b> (0.126)	-0.004 (0.012)	0.643
印度盧比 (INR)	<b>0.842</b> (0.014)	<b>0.256</b> (0.018)	<b>-0.112</b> (0.012)	<b>0.650</b> (0.092)	-0.017 (0.009)	0.702
日圓 (JPY)	<b>0.698</b> (0.014)	<b>-0.177</b> (0.017)	n. a.	0.166 (0.139)	0.001 (0.014)	0.380
韓圓 (KRW)	<b>0.873</b> (0.020)	<b>0.247</b> (0.022)	<b>-0.128</b> (0.014)	<b>0.940</b> (0.120)	<b>-0.040</b> (0.012)	0.377
馬來西亞林 吉特(MYR)	<b>0.876</b> (0.014)	<b>0.207</b> (0.015)	<b>-0.079</b> (0.010)	<b>0.842</b> (0.070)	0.001 (0.008)	0.784
紐西蘭元 (NZD)	<b>0.404</b> (0.022)	<b>0.966</b> (0.031)	<b>-0.364</b> (0.017)	<b>0.534</b> (0.157)	0.015 (0.017)	0.417
菲律賓披索 (PHP)	<b>0.893</b> (0.015)	<b>0.178</b> (0.018)	<b>-0.073</b> (0.013)	<b>0.566</b> (0.074)	0.009 (0.008)	0.772
新加坡元 (SGD)	<b>0.652</b> (0.009)	<b>0.373</b> (0.011)	<b>-0.030</b> (0.006)	<b>0.419</b> (0.060)	<b>0.012</b> (0.005)	0.821
泰銖 (THB)	<b>0.840</b> (0.018)	<b>0.130</b> (0.026)	0.024 (0.015)	<b>0.461</b> (0.101)	0.001 (0.010)	0.731
新臺幣 (TWD)	<b>0.913</b> (0.008)	<b>0.102</b> (0.010)	<b>-0.016</b> (0.007)	<b>0.652</b> (0.045)	-0.010 (0.005)	0.879
越南盾 (VND)	<b>1.001</b> (0.010)	0.010 (0.012)	-0.005 (0.008)	-0.007 (0.055)	<b>-0.014</b> (0.005)	0.915

資料來源：作者自行整理。

- 說明：1. 印尼盾與越南盾的估計方法為 OLS 模型，其餘皆採用 ARCH 模型。  
 2. 粗黑斜體表示表在 5% 的顯著水準下顯著；括弧內數字為標準誤。  
 3. 人民幣自主決定的部分為  $\widehat{CNY}$ 。  
 4. n. a. 表示資料無法取得。

根據一籃子貨幣模型的實證結果，本文發現 2005 年以後的亞洲已經可以界定為人民幣區；相對而言，日圓在亞洲的重要性則呈現下降

的趨勢。根據河合正弘的研究顯示，在亞洲金融風暴期間（1997 年 7 月至 1998 年 12 月），共有六個貨幣與日圓具有共同趨勢；其中，印尼盾對日圓的迴歸係數更高達 0.692。不過，到了 2008 年全球金融海嘯期間，卻沒有任何一個亞洲貨幣與日圓具有共同趨勢——日圓的迴歸係數要不是不顯著，便是係數方向為負（請見表 5）。

表 5 日圓在亞洲貨幣錨的重要性

項目類別	本文	河合正弘
觀察時間	2005/7-2012/10	1997/7-1998/12
人民幣(CNY)	0.004	0.001
印尼盾>IDR)	<b>-0.069</b>	<b>0.692</b>
韓國(KRW)	<b>-0.128</b>	0.039
馬來西亞林吉特(MYR)	<b>-0.079</b>	<b>0.300</b>
菲律賓披索(PHP)	<b>-0.073</b>	<b>0.285</b>
新加坡元(SGD)	<b>-0.030</b>	<b>0.342</b>
泰銖(THB)	0.024	<b>0.311</b>
新臺幣(TWD)	<b>-0.016</b>	<b>0.090</b>

資料來源：Masahiro Kawai, “Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997-98 Currency Crises,” pp. 167-214。

說明：粗黑斜體表示表在 5% 的顯著水準下顯著。

此外，本文進一步利用 Chow 檢定，檢測各迴歸式是否存在結構轉變的問題。<sup>28</sup> 結果顯示，除泰銖與越南盾無法拒絕 Chow 檢定的虛無假設，其餘 10 個迴歸式都在 10% 顯著水準下存在結構轉變的現象，意即亞洲各國一籃子貨幣組成權重可能發生明顯的改變，時間為 2010 年 1 月 1 日。

28. Gregory C. Chow, “Tests of Equality between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions,” *Econometrica*, Vol. 28, No. 3, July 1960, pp. 591-605.

為此，本文將研究時期區分為兩個階段：2005 年 7 月 22 日至 2009 年 12 月 31 日，以及 2010 年 1 月 1 日至 2012 年 10 月 29 日，並重新進行估計。結果顯示：八個亞洲貨幣的結構轉變，皆肇因於各自大幅加重人民幣在其一籃子貨幣當中的權重。只有日圓與印尼盾的結構轉變主要來自於對美元權重的提升（請見表 6）。

表 6 結構轉變前後的亞洲區域貨幣錨變化

項目類別	2010 年 1 月 1 日前	2010 年 1 月 1 日後	兩階段變化	Chow 檢定
澳元(AUD)	<b>0.631</b>	<b>0.694</b>	上升	34.250*
印尼盾(IDR)	<b>0.554</b>	<b>0.233</b>	下降	5.948*
印度盧比(INR)	<b>0.392</b>	<b>1.074</b>	上升	9.162*
日圓(JPY)	0.327	-0.184	不變	50.307*
韓圓(KRW)	<b>0.712</b>	<b>1.188</b>	上升	2.785*
馬來西亞林吉特(MYR)	<b>0.675</b>	<b>1.073</b>	上升	4.001*
紐西蘭元(NZD)	<b>0.500</b>	<b>0.734</b>	上升	28.014*
菲律賓披索(PHP)	<b>0.361</b>	<b>0.816</b>	上升	5.866*
新加坡元(SGD)	<b>0.416</b>	<b>0.460</b>	上升	5.502*
泰銖(THB)	n. a.	n. a.	n. a.	1.254
新臺幣(TWD)	<b>0.594</b>	<b>0.736</b>	上升	1.981*
越南盾(VND)	n. a.	n. a.	n. a.	0.211

資料來源：作者自行整理。

說明：1. 第一階段中印尼盾與越南盾，以及第二階段中的紐西蘭元、印尼盾與越南盾的估計方法為 OLS 模型，其餘皆採用 ARCH 模型。

2. 粗黑斜體表示表在 5% 的顯著水準下顯著。

3. \* 表示表在 10% 的顯著水準下顯著。

4. n. a. 表示不存在結構轉變的問題，所以沒有分時期重新估計。

綜言之，亞洲 13 個經濟體的一籃子貨幣參考對象依序為美元、人民幣，最後是歐元。特別是 2010 年以後，亞洲各國不約而同地提高人民幣在其一籃子貨幣中的權重，何以如此？除了市場因素之外，這很可能受到人民幣國際化政策加速推動的影響。以下進一步分析之。

### 三、實證結果的政策與制度面分析

亞洲各國在 2010 年以後提高人民幣在其一籃子貨幣中的權重，這個時間點和中國大陸政府加速推動人民幣國際化政策的時機相符合。人民幣國際化政策可細分為以下三個制度面的戰略安排：推動跨境貿易與投資以人民幣結算、與各國積極洽簽貨幣互換協議，以及推動香港成為人民幣離岸中心。<sup>29</sup>這三個戰略皆非市場自然形成的，而是透過政府力量所做的制度面安排。

表 7 為人民幣國際化的最新進展。很明顯地，人民幣國際化政策起於 2007 年，但真正取得突破性成效則要等到 2010 年以後。例如：2007-2009 年，中國大陸共與六個國家（地區）簽署 6,500 億人民幣的雙邊貨幣互換協議。但到了 2010-2012 年間，國家（地區）的數量則成長近三倍至 17 個，金額也相應擴大到 12,027 億人民幣。

其次，2007-2009 年，跨境貿易以人民幣結算的金額只有 36 億人民幣而已，但 2010-2012 年，則顯著成長到 55,228 億人民幣。因為跨境貿易以人民幣結算的成功推行，中國大陸政府於 2011 年起再推出外國直接投資(foreign direct investment, FDI)與對外直接投資(outward FDI, OFDI)以人民幣結算。

最後，在香港人民幣境外中心的發展方面，2007-2009 年，香港人民幣存款與債券發行量分別只有 393 億人民幣與 380 億人民幣而已，但到了 2010-2012 年間，則分別暴增到 5,403 億人民幣與 3,157 億人民幣。2011 年 12 月，中國大陸政府並進一步放寬，香港地區符合人民幣合格境外機構投資者(RMB Qualified Foreign Institutional Investors, RQFII)的資格者，可以將境外籌募的人民幣，投資到大陸的債券及股票市場。

---

29. Jeffrey A. Frankel, "Historical Precedents for the Internationalization of the RMB," p. 353.

表 7 人民幣國際化政策成效的評估

單位：億元人民幣

項目類別		2007-2009 年	2010-2012 年
貨幣互換協議	國家（個）	6	17
	金額	6,500	12,027
人民幣跨境結算	貿易	36	55,228
	外人直接投資	0	3,443
	對外直接投資	0	506
香港境外中心	存款	393	5,403
	債券	380	3,157
	人民幣合格境外機構投資者	0	700

資料來源：中國人民銀行貨幣政策分析小組，《中國貨幣政策執行報告：二〇一二年第四季度》（北京：中國金融出版社，2013 年），頁 14-16；香港金融管理局，〈銀行體系〉，《金融數據月報》，第 227 期，2013 年 7 月，《香港金融管理局》，<<http://www.hkma.gov.hk/chi/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml#section3>>；香港金融管理局，〈貨幣市場及債務工具〉，《金融數據月報》，第 227 期，2013 年 7 月，《香港金融管理局》，<<http://www.hkma.gov.hk/chi/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml#section4>>；中國國家外匯管理局，〈人民幣合格境外機構投資者(RQFII)投資額度審批情況表（截至 2013 年 6 月 26 日）〉，《中國國家外匯管理局》，2013 年 6 月 26 日，<<http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/glxx>>。

綜合上述，本文利用兩階段迴歸與 ARCH 模型，對一籃子貨幣模型進行修正。檢定結果顯示：過去文獻都忽略，匯率確實具有波動群聚的現象，因此，本文的實證結果更具穩健性。根據實證結果來看，亞洲區域貨幣錨依序為美元、人民幣，最後則是歐元。如果排除美元，則人民幣作為亞洲貨幣錨的地位已經確立。特別是，隨著人民幣國際化政策進程的加速，亞洲各國也相繼提高一籃子貨幣中的人民幣權重，兩者發生的時間極為趨近。但本文要問地是，彼此相關性為何？本文以下將依據分析層次加以說明。

## 肆、國際與區域分析層次

本文將依序從國際、亞洲及國家三個層次討論，人民幣成為區域貨幣錨的各項政經因素；其中，本節將先行探討國際與區域兩個層次。

### 一、國際層次

過去 30 年來，美國外部經濟失衡的情況日益嚴重。美國的經常帳逆差從 1982 年的 55 億美元，快速上升到 2006 年的 8,006 億美元。即使 2007 年起，美國國際收支失衡的程度有所減緩，但至 2012 年，美國的經常帳逆差仍達到 4,750 億美元。目前，美國是世界上最大的經常帳逆差國（請見圖 1）。

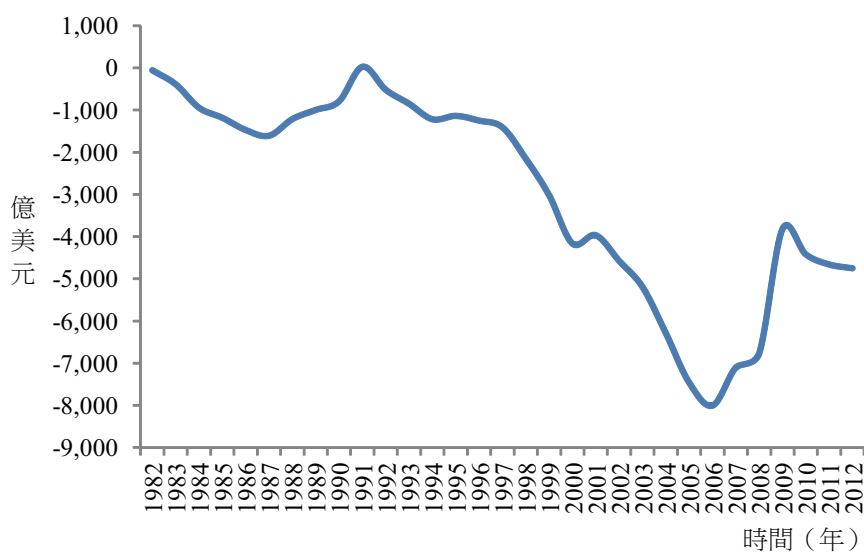


圖 1 美國經常帳均衡（1982-2012 年）

資料來源：Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce, "International Transactions," *U.S. Bureau of Economic Analysis*, June 18, 2013, <[http://www.bea.gov/iTable/index\\_ita.cfm](http://www.bea.gov/iTable/index_ita.cfm)>。

作為全球貨幣霸權，美國政府擁有獨一無二的特權，能延遲國際收支失衡的調整，並將此一調整成本轉嫁給其他國家。最明顯的例證便是，2008 年金融海嘯以來，美國聯邦準備理事會(Federal Reserve System, Fed)推出的四輪量化寬鬆政策(quantitative easing, QE)，累計釋放 2.4 兆美元的貨幣供給量。<sup>30</sup>

受此影響，美元兌亞洲主要貨幣的匯率應聲大跌。2011 年 11 月 1 日（美國推行第一輪量化寬鬆政策前），美元兌新加坡元匯率為 1.4792，2013 年 4 月 30 日則為 1.2364，美元對新加坡元累計貶值 16.4%。在此期間，美元兌泰銖、菲律賓披索、馬來西亞林吉特、韓圓、印尼盾，以及新臺幣的貶值幅度也都超過一成。美元兌人民幣的貶值幅度也達到 9.8%。這些亞洲國家擁有高額的外匯存底（亞洲 13 國合計占世界外匯存底總和的 58.7%），且超過半數的外匯存底又都為美元資產。<sup>31</sup> 因此，美元的大幅貶值已造成亞洲各國外匯存底相當大的會計損失（請見表 8）。

---

30. 中金在線編輯部，〈美國啟動第四輪量化寬鬆〉，《中金在線》，2012 年 12 月 14 日，<<http://special.cnfol.com/5810,00.shtml>>。

31. 例如：中國大陸的外匯儲備幣種結構比重以美元最高，比率為 65%、歐元 26%、英鎊 5% 及日圓 3%。請見邱柏達，〈分散貶值風險 中國外匯美元比重 65%〉，《蘋果日報》，2010 年 9 月 4 日，<<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20100904/32787663/>>。

表 8 亞洲 13 國兌美元匯率的變動幅度與外匯存底

項目類別	兌美元匯率變動率(%)	外匯存底(億美元)
澳元(AUD)	50.6	428
人民幣(CNY)	-9.8	32,028
印尼盾(IDR)	-10.0	1,065
印度盧比(INR)	11.9	2,713
日圓(JPY)	-1.1	12,582
韓圓(KRW)	-12.0	3,043
馬來西亞林吉特(MYR)	-13.8	1,318
紐西蘭元(NZD)	42.4	170
菲律賓披索(PHP)	-15.8	673
新加坡元(SGD)	-16.4	2,375
泰銖(THB)	-16.3	1,674
新臺幣(TWD)	-10.0	3,856
越南盾(VND)	26.2	135

資料來源：臺灣中央銀行，〈外匯存底〉，《中央銀行全球資訊網》，2013年6月，<<http://www.cbc.gov.tw/lp.asp?CtNode=644&CtUnit=307&BaseDSD=32&mp=1>>；  
The World Bank, *World Development Indicators 2012* (Washington, D.C.: The World Bank, 2012), pp. 274-277。

說明：1. 各國貨幣兌美元匯率的觀察時間為2013年4月30日，比較基期為2008年11月1日。負值表示美元兌各國貨幣貶值，反之為升值。  
2. 外匯存底的數據為2011年底。

對此，亞洲各國無不希望多元化外匯存底，降低過度集中美元所造成的匯兌風險；其中，身為世界第一大外匯存底擁有國的中國大陸更是迫切。在這種經濟氛圍中，中國人民銀行行長周小川建議以 IMF 的特別提款權(Special Drawing Rights, SDRs)替代美元，成為世界儲備貨幣。<sup>32</sup>

一向以理性著稱的周小川當然知道SDRs只是一種計價單位，不具

32. 周小川，〈關於改革國際貨幣體系的思考〉，《人民網》，2009年3月23日，<<http://finance.people.com.cn/BIG5/1040/59940/63710/9010905.html>>。

備國際貨幣的其他功能，因此很難取代各國央行中的國家貨幣。換言之，周小川的倡議是政治象徵意義大於實質意義，所要傳達的是中國大陸對於當前國際貨幣體系的不滿。<sup>33</sup>中國大陸政府的真正用意是，想讓人民幣成為國際貨幣，則其不必再持有外匯存底，還可以像美國一樣獲取鑄幣稅（通過印鈔票而取得的收入），並提高人民幣在國際貨幣體系中的地位，甚至進一步主導亞洲貨幣整合。<sup>34</sup>

## 二、亞洲層次

亞洲各國希望藉由區域間貨幣合作，降低對美元的依賴，但成效有限。首先，1997年，東協五國建立東協貨幣互換機制(ASEAN Swap Arrangement)。2000年，參與對象進一步擴及東協其餘成員國；同時，中國大陸、日本及韓國也加入，此即〈清邁倡議〉(Chiang Mai Initiative, CMI)。2009年，CMI的共同儲備基金的規模，由原先的800億美元進一步增加到1,200億美元。但從區域貨幣整合架構的主要機制來看，這仍停留在第一階段——建立公共部門的區域流動性基金。

其次，2000年5月，「東協加三經濟檢視與政策對話機制」(ASEAN+3 economic review and policy dialogue process)成立，旨在加強金融與貨幣等方面的政策對話、協調與合作。由此觀之，區域貨幣整合的各國總體經濟政策協調也同樣屬於第一階段——監控各國貨幣與財政政策。

---

33. 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. 165-175.

34. Xiaoli Chen & Yin-Wong Cheung, "Renminbi Going Global," *China & World Economy*, Vol. 19, Issue 2, March-April 2011, pp. 14-16; Jing Li, "The Rise of the Renminbi in Asia: Cost-Benefit Analysis and Road Map," *The Chinese Economy*, Vol. 40, No. 4, July-August 2007, pp. 32-34.

第三，區域貨幣整合中進展相對較快的領域應屬區域貿易。截至 2012 年底，亞洲各國共簽署 257 個自由貿易協議(free trade agreements, FTAs)；其中，雙邊協定占 189 個，多邊協定占 68 個。<sup>35</sup> 換言之，目前亞洲的區域整合已提升到第二階段——將所有 FTAs，整合為區域內單一投資與貿易協定。但值得注意的是，這所有的 FTAs 幾乎都未涉及到區域貨幣整合的問題。<sup>36</sup>

第四，在民間部門的流動性基金方面，1997 年，日本提議且建立亞洲貨幣基金(Asian Monetary Fund)；2003 年，亞洲 11 國央行再成立亞洲債券基金(Asian Bond Fund Initiative)與發展亞洲債券市場，這標示著亞洲貨幣整合中的危機處理機制已進入到第二階段——擴大區域流動性基金涵蓋範圍。

但是，區域貨幣整合中所涉及到的政治措施、危機防制機制，以及資本移動程度都還沒有進入到實質討論的議程。換言之，參照迪特的區域貨幣整合架構，亞洲貨幣整合的層次仍屬初步階段（請見表 9）。

---

35. Asia Regional Integration Center, "Free Trade Agreements," *Asian Development Bank*, January 2013, <<http://aric.adb.org/ftatrends.php>>.

36. 本文也注意到中國大陸已在實施的 FTA，共計七個，分別為東協 10 國、香港、澳門、巴基斯坦、新加坡、臺灣及紐西蘭。部分 FTA 雖涉及到服務貿易總協定(General Agreement of Trade in Services, GATs)，但目前尚無法找到直接證據，證明在雙邊 FTA 架構下，中國大陸應用 FTA 進行貨幣權力的說服。一方面，FTA 是 WTO 架構下的制度安排，而貨幣與金融合作是 IMF 架構下的議題，因此，FTA 幾乎沒有涉及到主權貨幣的讓渡問題。另一方面，這也不能表示，在 FTA 談判的過程中，中國大陸與各國（地區）不會提及進一步深化彼此間的金融合作，例如：金融對話諒解備忘錄(memorandum of understanding, MOU)，或雙邊貨幣互換協定。

表 9 區域貨幣整合架構與東亞合作的進展

項目類別	第一層次 區域流動性基金	第二層次 區域貨幣體系	第三層次 貨幣同盟	第四層次 政治同盟
主要機制	建立公共部門的 區域流動性基金 (CMI)	建立區域貨幣體 系及匯率區間	匯率永久固定、 建立單一通貨	政治同盟成立， 各國的政治系統 繼續存在
總體經濟政策	監控各國貨幣與 財政政策（東協 加三經濟檢視與 政策對話機制）	協調各國的貨幣 與財政政策	—	—
區域貿易	就各雙邊 FTAs 的內容協調一致 （已簽署 189 個 雙邊 FTAs）	將所有 FTAs 整 合為區域內單一 投資與貿易協定 （已簽署 68 個 多邊 FTAs）	關稅同盟	共同市場與單一 市場
危機處理機制	成立民間部門的 流動性基金（亞 洲貨幣基金與亞 洲債券基金）	擴大區域流動性 基金涵蓋範圍 （亞洲債券市 場）	—	—
政治措施	建立中央銀行論 壇或區域貨幣委 員會	區域貨幣委員會 成員定期集會	建立共同的政治 機構與區域中央 銀行	在某些特定領域 中成立超國家機 構或組織
危機防制機制	實施帶有懲罰條 款的債務展期制 度	—	—	—
資本移動程度	個別國家資本帳 管制措施繼續存 在	—	分階段廢除資本 帳管制	—

資料來源：Heribert Dieter, “Monetary Regionalism: Regional Integration without Financial Crises,” p. 10；Masahiro Kawai, “The Role of an Asian Currency Unit for Asian Monetary Integration,” paper presented at the Beyond Bretton Woods: The Transnational Economy in Search of New Institutions (Mexico City: Instituto de Investigaciones Economicas UNAM, the Observatoire de la Finance & Pacific Asia Resource Center, October 15-17, 2008), pp 1-29；彭德明，〈東亞共同通貨區可行性初探——兼論東亞地區的經濟與金融合作〉，《中央銀行季刊》，第 27 卷第 4 期，2005 年 12 月，頁 72-77；王啟明、陳怡君、蕭倩琳，〈歐洲與亞洲共同貨幣政策之發展：從比較區域研究角度分析〉，《全球政治評論》，第 25 期，2009 年 1 月，頁 133-144。

說明：1. 灰色網底表示亞洲貨幣整合的實質進展。

2. 括號內文字為目前亞洲地區已經實施的金融與經濟合作。

主導權的分歧可能是造成亞洲貨幣整合進展緩慢的最主要原因。目前，亞洲地區存在三種主要區域主義：一是亞太主義，以美國為主的先進國家倡導，亞洲要依循全球化政經發展的脈絡；二是東協主義，旨在提升東協國家的政治自主性和促進經濟發展；三是中國大陸與日本各自主導下的東亞主義。<sup>37</sup>這些政治力量都欲爭逐亞洲貨幣統合的主導權，例如：2006 年，亞洲開發銀行(Asian Development Bank, ADB)試圖建立亞洲貨幣單位，但旋即遭到歐美等國的阻擾而停止，這說明亞太主義對於亞洲貨幣整合的影響。

但值得注意的是，金融海嘯後，儘管亞太主義仍在區域貿易上持續發揮作用——美國正加快推動《跨太平洋戰略經濟夥伴協議》(*Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement, TPP*)，不過，在區域貨幣整合的態度已有所軟化，歐美等國與 IMF 認為，短期控管應有助於平抑資產價格與經濟的劇烈波動。在此之際，由日本主導的亞洲開發銀行再一次提出建立 ACU 與亞元的願景。<sup>38</sup>

但是，中國大陸也想扮演亞洲貨幣與經濟合作的領導人。根據吳玲君的研究發現，中國大陸在區域經濟合作方面的角色，從 1991 年加入「亞太經濟合作會議」(Asia-Pacific Economic Cooperation, APEC)時的新手，提升到 1997 年亞洲金融風暴時期的發展中國家代言人，再上升到 2001 年主辦亞洲博鰲論壇時的主導者。<sup>39</sup>2012 年，中國大陸積極促成於 2015 年底實現東協加六「區域全面經濟夥伴關係」(Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP)，更標誌著中國大陸對東亞各國的影響力大幅增加，中國大陸已儼然成為區域霸權。

---

37. 蕭全政，〈東亞「區域主義」的發展與台灣的角色〉，《政治科學論叢》，第 14 期，2001 年 6 月，頁 208-218。

38. Masahiro Kawai, "The Role of an Asian Currency Unit for Asian Monetary Integration," pp. 15-19.

39. 吳玲君，〈中國與東亞區域經貿合作：區域主義與霸權之間的關係〉，《問題與研究》，第 44 卷第 5 期，2005 年 10 月，頁 12-16。

所以，中國大陸不希望因其參與 ACU 與亞元，成就日本之領導地位。退一步而言，至少要等到人民幣成為主導貨幣之後，中國大陸才會推進以共同貨幣單位（如 ACU）為方向的亞洲貨幣整合。<sup>40</sup> 例如：2008 年 12 月至 2013 年 3 月，中國大陸共與 20 個亞洲國家（地區）簽訂約 18,562 億人民幣的雙邊互換協議（折合 2,961 億美元），其規模已超過 CMI 多邊協議的兩倍（1,200 億美元），可見中國大陸政府在亞洲地區推動人民幣區域化的用心、積極性和主動性。

綜合上述，金融海嘯後，受到美國量化寬鬆政策的影響，造成亞洲各國外匯資產價值大幅損失。但由於主導權的分歧，以致亞洲貨幣合作進展緩慢，這使得亞洲各國無法增加替代貨幣（如亞元），達到減持美元資產的政策目標，這是亞洲各國共同面對的國際與區域政經結構。對此，中國大陸憑藉著自身的經濟實力——世界第一大外匯存底國、第二大經濟體與出口國，以及第三大進口國，試圖推動人民幣國際化政策。但亞洲其他國家對於人民幣的高度接受，究竟是什麼原因？下一節將進一步探析之。

## 伍、國家層次分析

亞洲國家在 2010 年後對人民幣的高度接受，除國際與區域層次的因素外，國家層次因素也非常重要，在此層次本文將更清楚分析造成上述現象的經濟與政治因素。

---

40. 左正東、葉國俊，〈金融海嘯後中國對於東亞貨幣整合的策略分析：亞元與人民幣之間的抉擇〉，《遠景基金會季刊》，第 12 卷第 1 期，2011 年 1 月，頁 105；李曉、丁一兵，《人民幣區域化問題研究》（北京：清華大學出版社，2010 年），頁 5；何慧剛，〈東亞區域貨幣合作的模式和路徑選擇〉，《經濟與管理研究》（北京），2007 年第 7 期，2007 年 7 月，頁 89-91。

## 一、經濟影響因素：中國大陸與亞洲各國的經濟權力不平衡

本節將逐一檢視，亞洲各國對於人民幣作為區域貨幣錨的接受程度。此外，本文以區域內另一個主要貨幣——日圓作為參照組。

### (一)經濟結構影響匯率協調能力

2011 年，除了澳洲與紐西蘭的出口產品相似指數較低之外，其餘亞洲主要經濟體之間出口結構具有很高的相似性。特別是，中國大陸、日本、韓國、新加坡、臺灣及泰國等六國彼此間的 ESI 都高達 80% 以上。從平均數來看，亞洲 13 個經濟體的 ESI 平均為 53.0%；如果排除澳洲與紐西蘭，則亞洲 11 個經濟體的 ESI 平均為 64.2%，這相當於 2000 年時歐盟的水準(63.6%)，<sup>41</sup> 請見表 10。

---

41. Jong-Wha Lee, Yung Chul Park, & Kwanho Shin, "A Currency Union in East Asia," in Asian Development Bank, ed., *Monetary and Financial Integration In East Asia: The Way Ahead* (Vol. 2) (New York: Palgrave-Macmillan, 2004), pp. 154-157.

表 10 亞洲各主要經濟體出口產品結構相似指數

經濟體	澳洲	中國	印度	印尼	日本	韓國	馬來西亞	紐西蘭	菲律賓	新加坡	臺灣	泰國	越南
澳洲													
中國	10.5												
印度	61.9	32.5											
印尼	68.5	24.9	71.7										
日本	12.6	81.7	36.9	22.5									
韓國	25.9	82.6	49.3	44.9	86.3								
馬來西亞	37.3	79.5	53.5	69.3	62.1	80.4							
紐西蘭	19.6	17.6	24.3	20.9	18.0	18.7	21.7						
菲律賓	19.3	74.0	36.2	26.0	69.3	67.4	70.2	23.1					
新加坡	39.2	81.7	58.5	60.8	68.1	83.5	93.0	22.8	79.8				
臺灣	15.0	89.1	33.6	31.0	71.5	86.0	86.3	15.7	75.5	87.4			
泰國	23.8	82.3	52.2	43.2	84.7	80.9	75.2	21.2	62.5	74.2	73.9		
越南	39.5	62.5	65.2	63.2	43.2	58.3	67.6	22.7	48.1	66.0	56.8	64.3	
平均	31.1	59.9	48.0	45.6	54.7	63.7	66.3	20.5	54.3	67.9	60.1	61.5	54.8

資料來源：作者整理自 United Nations, *United Nations Commodity Trade Statistics Database*, UN Comtrade, accessed June 1, 2013, <<http://comtrade.un.org/>>。

說明：1. 礙於資料取得的限制，越南的出口產業結構之數據為 2010 年。  
2. 本文依據 HS 二碼分類選擇亞洲 13 個經濟體各貨幣的出口額。

亞洲各國出口結構的高度相似，也表明彼此間存在很強的競爭關係。他們可能會採取競相貶值的策略，以爭奪同一個海外市場。<sup>42</sup> 因

42. 戰略暨國際研究中心(Center for Strategic and International Studies, CSIS)與國際經濟研究院(Peter G. Peterson Institute for International Economics)指出，自 2002 年起，美元對主要貨幣開始大幅貶值，但由於中國大陸採取實質釘住美元的匯率體制，這讓某些亞洲國家也採取避免升值的政策，因為擔心自己國家的競爭力在第三世界市場會輸給中國大陸。請見 C. Fred Bergsten, et al., *China: The Balance Sheet: What the World Needs to Know Now About the Emerging Superpower* (New York: Public Affairs, 2006), pp. 97-103。

此，亞洲各國需要進行匯率協調，問題是基本的參照貨幣為何？這需要利用出口重疊指數(export overlap index, EOI)加以解釋。<sup>43</sup>

從表 11 可以發現，亞洲 11 個經濟體出口產品受到中國大陸的競爭壓力明顯增加，平均從 1997 年的 60.9% 提升到 2011 年的 67.3%。反之，中國大陸受到亞洲 11 個經濟體的出口競爭壓力卻逐漸下降，平均從 1997 年的 19.9% 下降到 2011 年的 8.9%。就日本而言，則呈現相反的趨勢。這表示：中國大陸對亞洲各國的壓力增大，但各國對於中國大陸的競爭壓力正在下降。競爭壓力的不對稱進一步導致亞洲各國必須尋求本幣與人民幣保持穩定，以維持其產品的出口競爭力，意即人民幣在亞洲匯率協調中處於明顯的優勢地位。

---

43. ESI 存在兩個限制：一是 ESI 無法釐清兩國的貿易品是處於競爭還是互補的關係；二是 ESI 假設各經濟體之間為對稱的關係。但事實上，兩經濟體之間可能來自對方的競爭壓力並不是完全一樣，意即處於非對稱狀態。因此還需要一個表示競爭強度的指數：出口重疊指數。關於 EOI 的計算公式請見 International Monetary Fund, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, p. 47。

表 11 中國、日本及亞洲 11 個經濟體的出口重疊指數

經濟體 \ 時間	各國受到 中國壓力		中國受到 各國壓力		各國受到 日本壓力		日本受到 各國壓力	
	1997	2011	1997	2011	1997	2011	1997	2011
澳洲	42.2	23.9	14.5	3.1	35.9	22.2	5.4	6.6
印度	74.1	64.4	14.1	10.2	45.1	41.5	3.7	15.2
印尼	51.9	45.9	15.2	4.9	30.9	34.1	3.9	8.4
韓國	48.4	79.3	36.1	23.2	79.5	73.6	25.7	49.6
馬來西亞	59.5	73.0	25.6	8.7	72.5	61.5	13.6	17.0
紐西蘭	61.7	54.5	4.8	1.1	43.3	37.2	1.4	1.7
菲律賓	68.6	72.0	9.5	1.8	83.8	63.2	5.0	3.7
新加坡	46.0	69.4	31.5	15.0	82.7	58.0	24.5	28.8
臺灣	60.3	95.5	40.3	15.4	84.0	81.1	24.3	30.2
泰國	74.3	83.3	23.7	10.0	66.0	67.7	9.1	18.8
越南	82.5	79.1	4.1	4.0	30.8	38.6	0.7	4.5
平均	60.9	67.3	19.9	8.9	59.5	52.6	10.7	16.8

資料來源：作者整理自 United Nations, *United Nations Commodity Trade Statistics Database*, UN Comtrade, accessed June 1, 2013, <<http://comtrade.un.org/>>。

說明：本文依據 HS 二碼分類選擇亞洲 13 個經濟體各貨幣的出口額。

## (二)貿易關聯程度形塑貨幣同盟

2011 年，中國大陸與亞洲 11 國的出口密集指數平均為 1.83，日本為 2.43，兩者都大於 1，表示中國大陸與日本都是亞洲各國極為重要的貿易夥伴；其中，日本的 EII 大於中國大陸，顯示日本與亞洲各國的貿易關聯程度要高於中國大陸。但從趨勢上看，中國大陸與亞洲 11 國的 EII 在過去 16 年間共增加 0.69，反之，日本則略微下降 0.14。換言之，隨著中國大陸經濟的崛起，中國大陸與亞洲各國的雙邊貿易呈現更加緊密的趨勢（請見圖 2）。

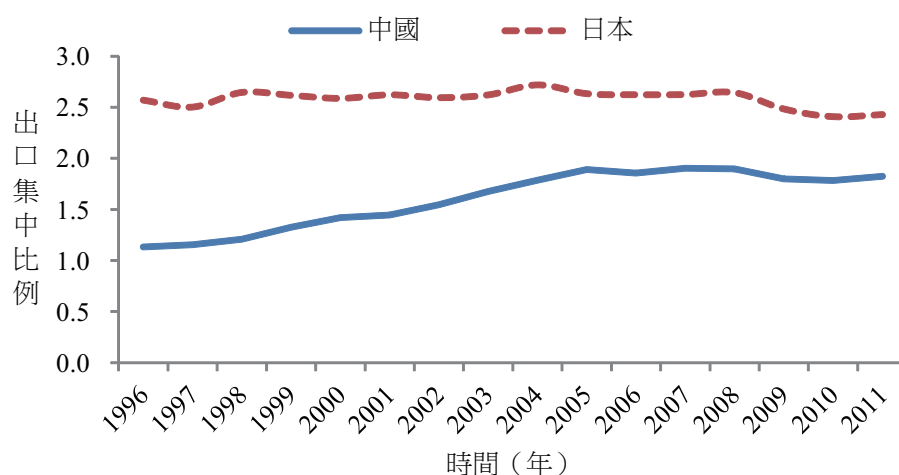


圖 2 中國與日本的出口密集程度（1996-2011 年）

資料來源：Asia Regional Integration Center, “Economic and Financial Indicators,” *Asian Development Bank*, accessed June 1, 2013, <[http://aric.adb.org/macro\\_indicators.php](http://aric.adb.org/macro_indicators.php)>。

依據亞洲各國的貿易關聯程度，城野和子(Kazuko Shirono)推估區域貨幣錨。他發現，如果東亞七國<sup>44</sup>加入人民幣為基礎的貨幣同盟，將可創造 5.77 個單位的經濟福祉；加入日本為基礎的貨幣同盟，僅可增加 3.67 的經濟福祉。很顯然，加入以人民幣為基礎的貨幣同盟較為有利。換言之，只要中國大陸與亞洲各國的貿易愈緊密，則人民幣作為區域貨幣錨的地位也愈穩固（請見圖 3）。

44. 東亞七國包括香港、新加坡、韓國、印尼、馬來西亞、泰國及菲律賓。

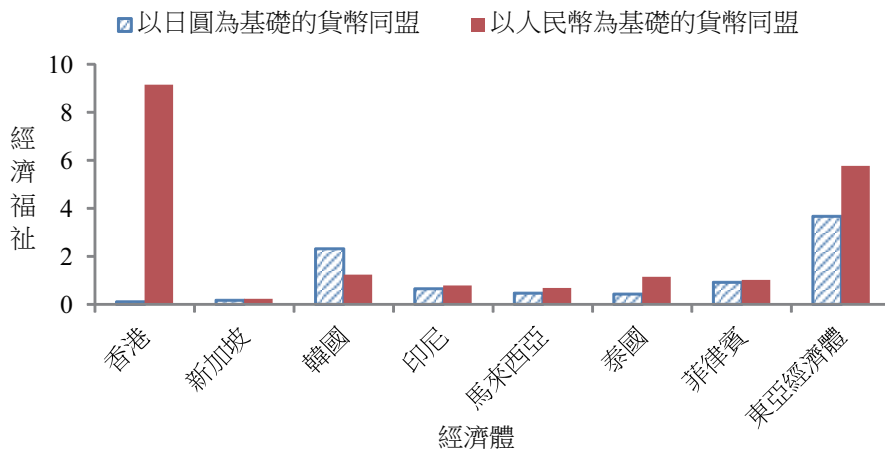


圖 3 以人民幣或日圓為東亞貨幣同盟基礎的經濟福祉比較

資料來源：Kazuko Shirono, “Yen Bloc or Yuan Bloc: An Analysis of Currency Arrangements in East Asia,” *IMF Working Paper*, No. WP/09/3, January 2009, pp. 21-26。

### (三)經濟與金融規模提升貨幣競爭力

根據國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)的統計，2010年，全球外匯市場交易中使用人民幣的比例只有0.9%而已。相對而言，使用美元的比例高達84.9%；歐元次之，為39.1%；第三是日圓，為19.0%。<sup>45</sup>這表示：在尚未解除資本帳管制之前，中國大陸的金融市場規模成長有限。

不過，這並沒有阻礙人民幣成為區域貨幣錨。例如：愈來愈多的國家都在積極爭取成為人民幣境外金融中心，包括香港、臺灣及新加

45. Bank for International Settlements, “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010—Final results,” *Bank for International Settlements*, December 2010, <<http://www.bis.org/publ/rpfxfl0t.htm>>.

坡在內。這些國家看重的是人民幣國際化前景。如表 12 所示，人民幣很可能超越日圓，躍升為世界第三大儲備貨幣。但這些研究都只有考量到經濟變數而已，忽略政策和制度化安排能縮短歷史慣性所造成的時間落差，即人民幣成為亞洲最重要貨幣所需要的時間可能還會更短。換言之，隨著人民幣國際地位的提升，人民幣的外匯交易量也將大幅成長，中國大陸與亞洲國家的金融市場規模也將隨之擴大。

表 12 人民幣國際化前景的各種推估

研究學者	預測時間	人民幣	美元	歐元	日圓
薩勃拉曼尼亞	2030	47.5	40.0	22.5	n. a.
李稻葵(David Daokui Li) 劉霖林(Linlin Liu)	2020	18.0	28.6	23.4	14.1
李中華(Jong-Wha Lee)	2035	7.5	38.5	14.4	< 7.5
陳鴻宜(Hongyi Chen) 彭文生(Wensheng Peng)	2006	4.4	65.5	25.1	3.1

資料來源：Jong-Wha Lee, “Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency?” in Jeffrey D. Sachs, Masahiro Kawai, Jong-Wha Lee, & Wing Thye Woo, eds., *The Future Global Reserve System—An Asian Perspective* (Manila: Asian Development Bank, 2010), pp. 1-35, *Asia Regional Integration Center*, <<http://aric.adb.org/grs/papers/Lee.pdf>> ; David Daokui Li & Linlin Liu, “RMB Internationalization: Empirical and Policy Analysis,” in Wensheng Peng & Chang Shu, eds., *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi* (New York: Palgrave Macmillan, 2010), pp. 167-185 ; Arvind Subramanian, *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance* (Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2011), pp. 99-118 ; Hongyi Chen & Wensheng Peng, “The Potential of the Renminbi as an International Currency,” in Wensheng Peng & Chang Shu, eds., *Currency Internationalization, Global Experiences and Implications for the Renminbi* (New York: Palgrave Macmillan, 2010), pp. 115-138。

說明：1. 貨幣國際化程度測量指標為本幣占世界外匯儲備的比重(%)。

2. n. a.表示資料無法取得。

3. 陳鴻宜與彭文生利用反事實迴歸，預測人民幣資本帳完全開放情況下的人民幣國際化前景。

另一方面，自改革開放以來，中國大陸經濟持續成長。1978 年，中國大陸的國內生產總值(gross domestic product, GDP)為 1,482 億美

元，到了 2010 年，中國大陸的 GDP 已達到 54,884 億美元，擠下日本躍居世界第二，僅次於美國。因此，如果選擇人民幣作為亞洲貨幣錨，亞洲區域內其他國家則可以創造最大的收益，從而彌補放棄政策獨立性的成本。換言之，中國大陸經濟成長趨勢維持不墜，其至少可以維持目前的區域貨幣錨地位（請見圖 4）。

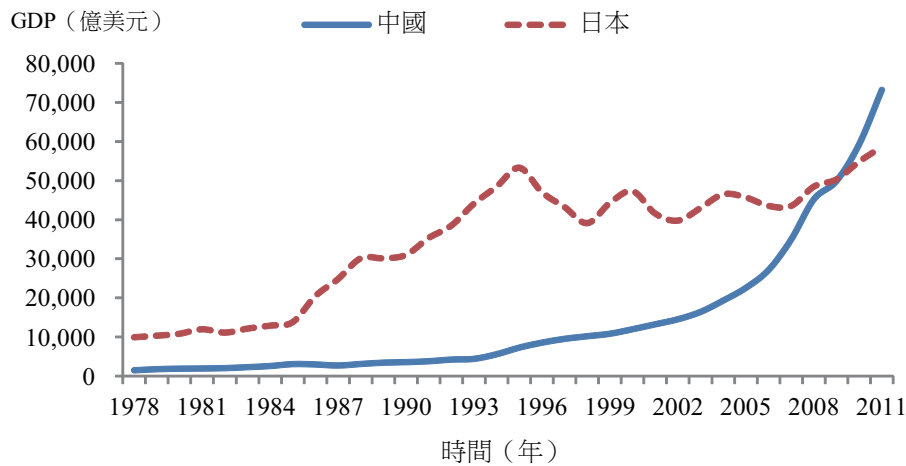


圖 4 中國與日本的經濟規模（1978-2011 年）

資料來源：The World Bank, *World Development Indicators 2012*, pp. 214-217。

綜合上述，在國家層次上，因為中國大陸的經濟規模持續擴大，其與亞洲各國貿易關聯程度也逐漸提升，特別是，中國大陸與亞洲各國的出口競爭優勢也不斷加大。在這樣的趨勢下，亞洲各國會考量降低貿易中的交易成本，採緊釘人民幣匯率的作法：一方面可以減少匯率不確定性的好處，並維繫自身的出口競爭力，至少不會進一步拉大；另一方面，若能與中國大陸簽署雙邊貨幣互換協議，還可以多元化外匯存底，分散過度集中美元資產的風險。

## 二、政治影響因素：中國大陸的貨幣政治權力工程

中國大陸政府當然也想利用其與亞洲各國的經濟權力不平衡，塑造有利於己的周邊貨幣環境。雖然目前無法直接量化該項政治工程對人民幣成為亞洲區域貨幣錨的影響，但本文匯整中國人民銀行所公布的國際交往，分析其時間、次數、內容及參與者，闡述中國大陸如何透過外交說服的方式，提升人民幣在亞洲地區的地位。

### (一) 次數分析

2005年1月至2013年5月，中國人民銀行與世界各國央行共接觸56次，且明顯集中在2010年以降。2005年與2006年各1次，2007-2009年則完全沒有任何的國際交往。不過，2010年則暴增到12次，2011年再增加到14次，2012年為17次。2013年前五個月則已經達到11次。這表示：中國大陸正積極地與世界各國開展金融交流（請見圖5）。

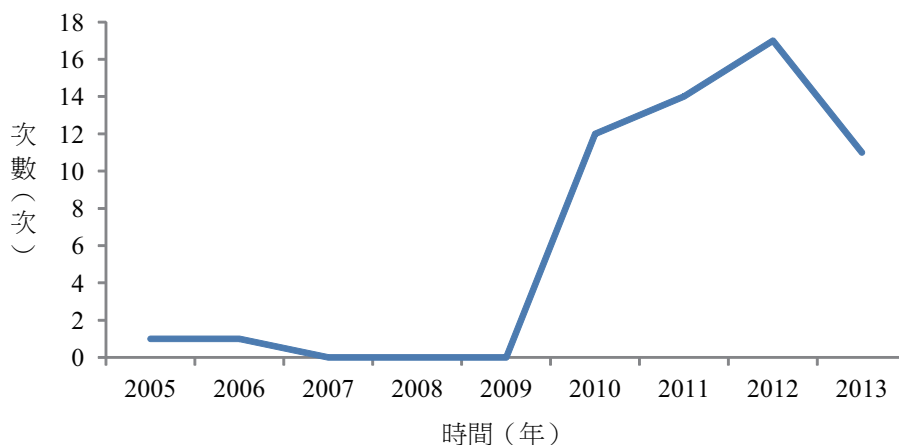


圖5 中國大陸貨幣權力的國際交往次數（2005年1月至2013年5月）

資料來源：中國人民銀行國際司，〈國際交往〉，《中國人民銀行》，2013年6月1日，<<http://www.pbc.gov.cn/publish/goujisi/298/index.html>>。

### (二) 參與者分析

主導者和參與者的身分也會影響到貨幣權力行使的成功與否。由身分愈高、權位愈重的人主導或參與，其說服力更強，成功率更高。從圖 6 可知，由中國人民銀行行長周小川親自出席共有 32 次，占總數（56 次）的 57.1%；由四位副行長和一位行長助理參與共有 11 次，占 19.6%；由其他層級官員及委員會帶團參與共有 13 次，占 23.2%。值得注意的是，由中國人民銀行行長、四位副行長和一位行長助理出席的國際交往，大多集中在 2010 年以後，這顯示中國大陸政府在這段期間更加積極參與世界各國的金融與貨幣互動。

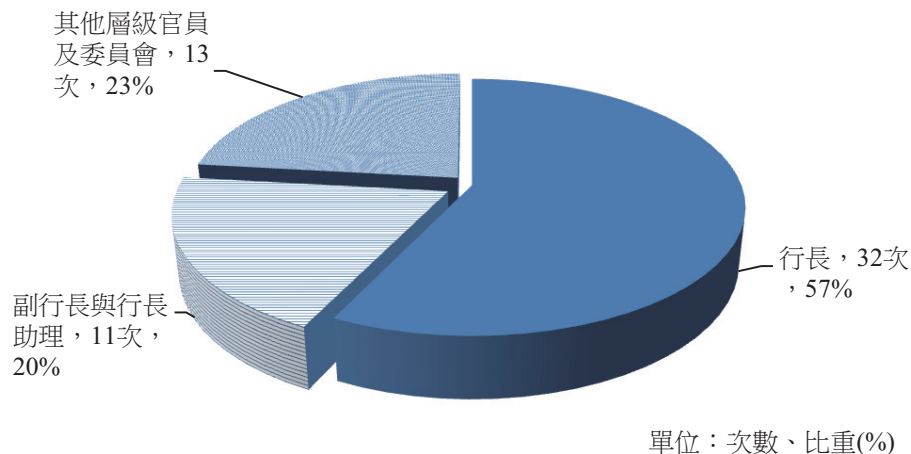


圖 6 中國大陸貨幣權力的國際交往主導者  
(2005 年 1 月至 2013 年 5 月)

資料來源：中國人民銀行國際司，〈國際交往〉。

### (三) 貨幣權力話語權的分析

就中國大陸與世界各國的國際交往內容來看，中國大陸在 2010 年之後開始積極努力的形塑和提升其貨幣權力話語權。其主要目的有

三：第一，試圖增強其在國際層次的貨幣權力話語權；第二，希望整合團結亞洲區域的相關金融組織；第三，加強國與國雙邊貨幣和金融合作。以下分別詳細敘述之。

首先，在國際層次的案例上，中國大陸積極參與各種國際金融組織的活動。例如：2010年10月8日，在華盛頓舉行的IMF和世界銀行聯合年會；2010年10月22日，在韓國慶州舉行的二十國集團(G20)財長和央行行長會議；2011年9月24日，在美國華盛頓召開的IMF暨國際貨幣與金融委員會(international monetary and financial committee, IMFC)第二十四屆部長級會議；2012年1月10日，在瑞士巴塞爾召開金融穩定理事會第十次全體會議；以及2013年4月20日，在美國華盛頓召開IMF暨IMFC第二十七屆部長級會議。

在這些會議上，中國人民銀行行長周小川的論述主要有二：一是改革IMF與世界銀行的治理結構，提高開發中國家的代表性和發言權；特別是，作為最大的開發中國家和最大的份額低估國，中國大陸在IMF與世界銀行中的SDRs份額和發言權應得到大幅提升；二是調整IMF的監督重點，加強對主要儲備貨幣發行國的經濟政策的監督、金融部門和跨國資本流動的監督，以及保持主要儲備貨幣匯率的相對穩定；尤其是，還應擴大SDRs的借貸功能，幫助成員國有能力抵抗金融危機的衝擊。

換言之，周小川藉2008-2009年的全球金融海嘯為由，試圖扭轉目前以歐美為主導的國際貨幣體系，以提高中國大陸在國際層次的貨幣權力話語權。此舉不僅對IMF、世界銀行與美國產生一定的壓力，同時也爭取到亞洲各國的支持，讓這些國家體認，儘管中國大陸目前仍無法與美元霸權相抗衡，但其正努力改變此一貨幣權力失衡的狀態。並且，這些中國大陸政府的舉措也獲得開發中國家的正面回應，例如：2010年4月世界銀行春季會議決定，第二階段投票權的改革將從已開發國家向開發中國家與轉型國家，轉移3.13%的投票權。

其次，在區域層次的案例上，中國大陸則積極的參加區域性的金

融組織，包括 2011 年 2 月 25 日，在斯里蘭卡首都可倫坡舉行的東南亞中央銀行組織(South East Asian Central Banks, SEACEN)第四十六屆行長會暨第三十屆理事會會議；2011 年 4 月 9 日的中亞、黑海及巴爾幹半島地區央行行長會議；2012 年 5 月 3 日，在菲律賓馬尼拉舉行的東協加三財長和央行行長會議；2012 年 5 月 17 日，在北京舉行的上海合作組織第二次財長和央行行長會議；2012 年 7 月 15 日，在日本舉行的東亞及太平洋中央銀行行長會議組織(Executive Meeting of East Asia-Pacific Central Banks, EMEAP)第十七屆行長會議；2013 年 3 月 26 日，在南非德班舉行的金磚國家財長和央行行長領導人第五次會議。

在這些會議上，周小川除重申，新興經濟體央行面臨後全球金融危機時期的挑戰外，他更主張區域內各國央行要跨國合作，共同治理與維持區域內的金融穩定，例如：擴大區域內成員國間本幣結算、再成立一個區域性開發銀行和專門帳戶——上海合作組織開發銀行（有別於日本主導的 ADB），以及區域間國家共同建立財金合作的協調機制。尤其是，中國大陸央行還積極爭取加入更多的區域內金融相關組織。例如：2011 年 1 月 25 日，正式加入 SEACEN，成為該組織第 17 個成員並擔任理事會成員；2011 年 4 月 9 日，正式加入有 21 個會員國的中亞、黑海及巴爾幹半島地區央行行長會議組織。

在中國大陸金融部門的積極與努力下，其在區域金融合作中的影響力與日俱增，最明顯的例證是，在中國大陸政府的極力促成下，2012 年 CMI 多邊化穩定基金正式生效，資金規模從原本——CMI 多邊協議的 1,200 億美元，增加一倍至 2,400 億美元，且 IMF 監管的比例從 80% 下降到 70%，並延長救助資金使用期限。中國大陸與日本並列區域金融合作的最主要領導者，各占 CMI 多邊化穩定基金的 32%。

在國家雙邊層次案例上，中國大陸和其他國家的雙邊貨幣與金融合作主要發生在亞洲地區。具代表性的案例是，中國大陸與俄羅斯兩國成立「中俄總理定期會晤委員會金融合作分委會」，至 2012 年 6 月

20日已經舉行了13次會議，合作內容主要為銀行間業務合作，包括推動本幣在雙邊貿易結算、銀行卡及跨境融資。另一個則是，中國大陸跟哈薩克成立「中哈合作委員會金融合作分委會」，到2013年的5月已經召開八次會議，合作內容主要為推動雙邊本幣結算、支付系統發展、商業銀行合作、金融監管，以及發展中哈邊境——霍爾果斯國際金融合作中心。

最後，當亞洲國家體認到，中國大陸總體經濟及貨幣權力的重要性，進而願意與中國大陸簽訂雙邊本幣互換協定。例如：在中國人民銀行的56次國際交往中，共涉及到58個國家，<sup>46</sup>其中亞洲國家便高達37個之多。<sup>47</sup>另外，經過雙邊貨幣和金融合作後，而最終達成雙邊本幣互換、結算及清算協議共有21個，其中亞洲國家則又占了18個。不僅如此，中國大陸央行的觸角已進一步延伸到亞洲以外的地區，包括歐美各國與非洲地區（請見表13）。

---

46. 有時在同一次的國際交往中，與中國大陸交流的國家不只一個，因此參與國多於交往次數。

47. 根據中華民國外交部的公告，亞洲國家總數為65個國家。請見中華民國外交部，《中華民國100年外交年鑑》（臺北：中華民國外交部，2012年），頁534-549。

表 13 中國大陸貨幣權力的國際交往內容  
(2005 年 12 月 26 日到 2013 年 5 月 31 日)

主軸與性質	談判重點
國際貨幣體系改革； 擴大 SDR； 國際金融監管標準制定	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 國際金融監管標準制定、全球金融安全網、跨境資本流動和全球流動性調控、全球金融標準制定與執行。</li> <li>2. IMF 份額和治理結構改革方案、人民幣加入 SDR 貨幣籃子、擴大 SDR 作用和創建全球貨幣、國際貨幣基金組織份額改革、世界銀行投票權。</li> <li>3. 國際貨幣體系改革、國際貨幣體系的內在缺陷、國際儲備貨幣體系多元化、國際金融機構改革和全球金融安全網、完善國際貨幣體系，主要儲備貨幣匯率。</li> </ol>
區域金融合作； 清邁倡議	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 金磚國家共同建立應急儲備安排。</li> <li>2. 地區經濟金融領域的合作、地區金融傳染和資本流動波動性、地區金融市場穩定、金融穩定及區域金融合作、東協加三金融合作。</li> <li>3. 清邁倡議多邊化資金規模、清邁倡議多邊化。</li> </ol>
雙邊貨幣和金融合作	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 亞洲國家：哈薩克、印度、蒙古、巴基斯坦、日本、韓國、澳大利亞、新加坡、印尼、俄羅斯、烏茲別克、菲律賓、馬來西亞、汶萊、越南、緬甸、寮國、柬埔寨、泰國、卡達、模里西斯、土耳其、亞美尼亞、亞塞拜然、喬治亞、吉爾吉斯、摩爾多瓦、以色列、塔吉克、烏克蘭、紐西蘭、斯里蘭卡、尼泊爾、巴布亞紐幾內亞、東加、臺灣、香港。</li> <li>2. 非亞洲國家：芬蘭、南非、美國、德國、希臘、英國、法國、墨西哥、冰島、瑞士、坦尚尼亞、波蘭、聖露西亞、阿爾巴尼亞、保加利亞、波士尼亞與赫塞哥維納、馬其頓、羅馬尼亞、蒙特內哥羅、塞爾維亞、馬爾他。</li> </ol>
雙邊本幣互換協定； 本幣結算； 雙邊貨幣直接匯率	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 正在推動或洽商的國家：秘魯、南非。</li> <li>2. 已洽簽的國家：韓國、香港、馬來西亞、白俄羅斯、印尼、新加坡、紐西蘭、烏茲別克、蒙古、哈薩克、俄羅斯、泰國、巴基斯坦、阿拉伯聯合大公國、澳洲、日本、烏克蘭、土耳其（亞洲地區）；阿根廷、冰島、巴西（非亞洲地區）。</li> </ol>

資料來源：中國人民銀行國際司，〈國際交往〉。

說明：亞洲地區的範圍是依據中華民國外交部所公布的《外交年鑑》。請見中華民國外交部，《中華民國 100 年外交年鑑》，頁 534-549。

檢驗以上三個層次的貨幣權力話語權的成果，雖然 IMF 同意改革 SDRs 份額制度，但增加不多；並且開發中國家在世界銀行的投票權也僅增加 3.13% 而已，這離中國大陸預期目標差距甚遠，更遑論有關 IMF

和世界銀行治理與監督結構的改革了。相對而言，在區域層次和國家雙邊層次上，經過中國大陸政府的積極努力，2010 年以後，其在亞洲地區的貨幣權力話語權有很顯著的提升。這和本文量化實證結果相同，即 2010 年以後亞洲各國不約而同地提高人民幣在其一籃子貨幣中的權重。中國大陸的貨幣政治權力工程得以順利推展，原因有二：一是中國大陸與亞洲各國的經濟權力不平衡愈來愈大，中國大陸的談判籌碼也隨之增加；二是自 2003 年起，美國不斷對人民幣匯率的施壓，<sup>48</sup> 這讓中國大陸從中學習到：貨幣權力是基於經濟實力，以及自身對於總體經濟調整與發展的責任的認知。因此，在面對亞洲各國時，中國大陸龐大的外匯存底讓其貨幣權力的應用更為靈活與有效率。

## 陸、結論

本文結合一籃子貨幣模型與分析層次，探析 2008-2012 年全球金融海嘯前後，亞洲區域貨幣錨的變化。研究對象包括：澳洲、中國大陸、印度、印尼、韓國、日本、馬來西亞、紐西蘭、菲律賓、新加坡、臺灣、泰國及越南等亞洲 13 個國家。

研究結果發現，亞洲貨幣錨的地位依序為美元、人民幣，最後是歐元，特別是自 2010 年起，亞洲國家更為緊釘人民幣匯率。亞洲貨幣錨的選擇，從 1997 年亞洲金融風暴期間的日圓，已轉變成 2008 年全球金融海嘯期間至今的人民幣。換言之，亞洲已成為人民幣區。

亞洲各國選擇人民幣作為區域貨幣錨的理由有三：一是在國際層次上，亞洲各國受到美元霸權的威脅，以及尋找保護龐大外匯存底的

---

48. 童振源，〈人民幣匯率之國際政治經濟分析〉，《問題與研究》，第 44 卷第 6 期，2005 年 11 月，頁 145-147；趙文志，〈美、中政府與市場在人民幣匯率改革中的角色：2003-2005〉，《中國大陸研究》，第 51 卷第 4 期，2008 年 12 月，頁 57-63；趙文志，〈國際貨幣權力理論的應用：中國匯率政策改變的原因分析〉，頁 143-144。

意圖；二是在亞洲層次上，亞洲各國面對建立亞洲貨幣單位的不確定性；三是在國家層次上，中國大陸與亞洲各國的經濟整合程度加深，彼此貨幣互賴程度也日益提升。因此，中國大陸與亞洲各國都是為了自身的國家利益，而更加重視人民幣。特別是自 2010 年起，中國大陸貨幣政治權力工程的加速開展，說服亞洲各國進一步加強人民幣國際化的區域合作，這與本文實證結果（人民幣成為亞洲貨幣錨）的時間點相吻合。

進一步而言，雖然目前以美元為主的國際貨幣體系正在轉型中，亞洲貨幣整合的進展也緩慢，制約包括中國大陸在內的亞洲各國，使這些國家必須緊釘美元匯率，並持有大量的美元資產。但是，全球金融海嘯與美國量化寬鬆政策，衝擊到亞洲各國的金融安全。此時，中國大陸開始走自己（人民幣國際化）的道路，而亞洲其他國家也多增加一個選擇——釘住人民幣；同時，因為亞洲各國對人民幣的普遍接受，也讓中國大陸加速開放資本帳的信心。根據本文訪談德意志銀行董事總經理馬駿所獲得的訊息，中國大陸政府將加速資本帳開放的進程。<sup>49</sup> 2013 年 5 月，中國國務院也宣布，於今年內將提出人民幣資本帳可兌換操作方案。<sup>50</sup> 據此，本文預期，隨著人民幣國際化政策進程的加速，人民幣作為亞洲貨幣錨的地位將更為穩固。

但值得注意的是，由於亞洲缺乏類似貨幣同盟的正式規則約束，人民幣作為亞洲貨幣錨是建立在極不穩定的均衡點之上。特別是截至目前為止，人民幣資本帳尚未完全開放、人民幣匯率也非自由浮動與完全可兌換，以及中國大陸金融市場監管機制尚未健全，這都將削弱

---

49. 郭建中、王國臣，當面訪談，馬駿，德意志銀行香港分行（香港），2013 年 2 月 5 日。

50. 王佳婧，〈人民幣彈性擴大箭在弦上 自由兌換願景更近一步〉，《中金在線》，2013 年 5 月 9 日，<<http://www5.cnfol.com/big5/news.cnfol.com/130509/101,1277,15053636,00.shtml>>。

持有人民幣的信心。一旦國際經濟局勢朝中國大陸不利的方向發展，則經濟危機加上信心危機，人民幣作為亞洲貨幣錨的地位很可能一夕崩盤。換言之，現階段還不能斷定人民幣會成為亞元，亞洲貨幣單位仍是區域內國家的備選方案之一。因此，關於亞洲區域貨幣錨的變化還需學術界持續觀察（請見圖7）。

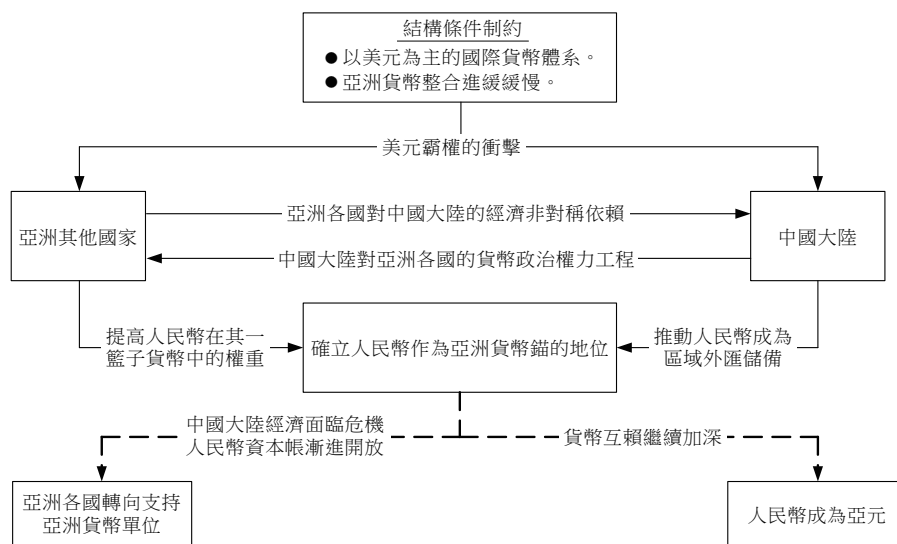


圖7 人民幣國際化與亞洲貨幣合作發展路徑

資料來源：作者自行繪製。

說明：實線表示已在進行中的過程，虛線表示未來的可能發展。

本文的研究貢獻有三：一是透過兩階段迴歸與ARCH模型的運用，修正佛蘭克與魏尚進所提出的一籃子貨幣模型。由於過去文獻都忽略金融波動對於OLS模型的影響，所以本文的實證結果更具穩健性。二是更新數據至2012年並加入人民幣到修正後的一籃子貨幣模型當中，比較金融海嘯前後的亞洲區域貨幣錨的變化。

三是增加採用質性的分析層次，解釋一籃子貨幣模型的結果。既有文獻都只有利用計量經濟模型測量區域貨幣錨，沒有進一步闡釋各國選擇貨幣錨的政經因素。本文則透過國際、亞洲與國家三個層次，較全面性地探析亞洲區域貨幣錨的成因。特別是，分析層次能系統性地統合許多不同卻又相關聯的理論，進而提供我們理解亞洲區域貨幣錨的框架。

但是，我們不宜將分析層次視為成熟的理論，區域貨幣錨理論的發展仍須建立在因果關係之上，逐一推導、建立與檢證每一個研究假設。<sup>51</sup>此外，本文的研究初衷為：先經量化分析得出實證結果，再透過質性的政經詮釋，以補充一籃子貨幣模型的不足。據此，後續研究可以進一步將制度面因素——人民幣國際化政策因素，納入到計量經濟模型當中，進而檢證其對於區域貨幣錨的影響力。

（收件：2012 年 12 月 28 日，修正：2013 年 7 月 12 日，採用：2013 年 7 月 22 日）

---

51. 李俊毅、羅至美，〈歐元歷史：分析層次的觀點〉，頁 101-102。

## 參考文獻

### 中文部分

#### 專書

中國人民銀行貨幣政策分析小組，2013。《中國貨幣政策執行報告：二〇一二年第四季度》。北京：中國金融出版社。

中華民國外交部，2012。《中華民國100年外交年鑑》。臺北：中華民國外交部。

李曉、丁一兵，2010。《人民幣區域化問題研究》。北京：清華大學出版社。

#### 專書論文

丁一兵，2010。〈亞洲貨幣合作與中日協調：中國的視點與構想〉，李曉、上川孝夫編，《人民幣、日圓與亞洲貨幣合作——中日學者的對話》。北京：清華大學出版社。頁177-208。

#### 期刊論文

巴曙松、楊現領，2011/1。〈貨幣錨的選擇與退出：對最優貨幣規則的再考察〉，《國際經濟評論》（北京），2011年第1期，頁141-155。

王啟明、陳怡君、蕭倩琳，2009/1。〈歐洲與亞洲共同貨幣政策之發展：從比較區域研究角度分析〉，《全球政治評論》，第25期，頁117-150。

左正東、葉國俊，2011/1。〈金融海嘯後中國對於東亞貨幣整合的策略分析：亞元與人民幣之間的抉擇〉，《遠景基金會季刊》，第12卷第1期，頁81-128。

- 何慧剛，2007/7。〈東亞區域貨幣合作的模式和路徑選擇〉，《經濟與管理研究》（北京），2007年第7期，頁89-94。
- 吳玲君，2005/10。〈中國與東亞區域經貿合作：區域主義與霸權之間的關係〉，《問題與研究》，第44卷第5期，頁1-27。
- 李俊毅、羅至美，2010/12。〈歐元歷史：分析層次的觀點〉，《政治科學論叢》，第46期，頁71-110。
- 李巍，2012/6。〈東亞貨幣秩序的政治基礎——從單一主導到共同領導〉，《當代亞太》（北京），2012年第6期，頁22-46。
- 姚枝仲，2004/7。〈不對稱競爭壓力與人民幣的亞洲戰略〉，《世界經濟與政治》（北京），2004年第7期，頁62-66。
- 高海紅，2011/2。〈人民幣成為區域貨幣的潛力〉，《國際經濟評論》（北京），2011年第2期，頁80-88。
- 彭德明，2005/12。〈東亞共同通貨區可行性初探——兼論東亞地區的經濟與金融合作〉，《中央銀行季刊》，第27卷第4期，頁55-82。
- 曾慶山，2005/9。〈中國—東盟貨幣一體化前景的政治經濟學分析〉，《經濟與社會發展》（南寧），第3卷第9期，頁123-124。
- 童振源，2005/11。〈人民幣匯率之國際政治經濟分析〉，《問題與研究》，第44卷第6期，頁133-155。
- 趙文志，2008/12。〈美、中政府與市場在人民幣匯率改革中的角色：2003-2005〉，《中國大陸研究》，第51卷第4期，頁51-88。
- 趙文志，2011/6。〈國際貨幣權力理論的應用：中國匯率政策改變的原因分析〉，《問題與研究》，第50卷第2期，頁143-167。
- 蕭全政，2001/6。〈東亞「區域主義」的發展與台灣的角色〉，《政治科學論叢》，第14期，頁201-222。

#### 網際網路

- 中金在線編輯部，2012/12/14。〈美國啟動第四輪量化寬鬆〉，《中金在線》，<<http://special.cnfol.com/5810,00.shtml>>。

中國人民銀行國際司，2013/6/1。〈國際交往〉，《中國人民銀行》，<<http://www.pbc.gov.cn/publish/goujisi/298/index.html>>。

中國國家外匯管理局，2013/6/26。〈人民幣合格境外機構投資者 (RQFII)投資額度審批情況表（截至2013年6月26日）〉，《中國國家外匯管理局》，<<http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/glxx>>。

王佳婧，2013/5/9。〈人民幣彈性擴大箭在弦上 自由兌換願景更近一步〉，《中金在線》，<<http://www5.cnfol.com/big5/news.cnfol.com/130509/101,1277,15053636,00.shtml>>。

周小川，2009/3/23。〈關於改革國際貨幣體系的思考〉，《人民網》，<<http://finance.people.com.cn/BIG5/1040/59940/63710/9010905.html>>。

邱柏達，2010/9/4。〈分散貶值風險 中國外匯美元比重65%〉，《蘋果日報》，<<http://www.appledaily.com.tw/appledaily/article/finance/20100904/32787663/>>。

香港金融管理局，2013/7。〈貨幣市場及債務工具〉，《金融數據月報》，第227期，《香港金融管理局》，<<http://www.hkma.gov.hk/chi/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml#section4>>。

香港金融管理局，2013/7。〈銀行體系〉，《金融數據月報》，第227期，《香港金融管理局》，<<http://www.hkma.gov.hk/chi/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml#section3>>。

臺灣中央銀行，2013/6。〈外匯存底〉，《中央銀行全球資訊網》，<<http://www.cbc.gov.tw/lp.asp?CtNode=644&CtUnit=307&BaseDSD=32&mp=1>>。

#### 訪談資料

郭建中、王國臣，2013/2/5。當面訪談，馬駿，德意志銀行香港分行

（香港）。

## 英文部分

### 專書

- Bergsten, C. Fred, et al., 2006. *China: The Balance Sheet: What the World Needs to Know Now About the Emerging Superpower*. New York: Public Affairs.
- Cohen, Benjamin J., 1977. *Organizing the World's Money: The Political Economy of International Monetary Relations*. New York: Basic Books.
- Eichengreen, Barry, 2011. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York: Oxford University Press.
- Hill, R. Carter, William E. Griffiths, & Guay C. Lim, 2012. *Principles of Econometrics* (4<sup>th</sup> Edition). Hoboken, NJ: Wiley.
- International Monetary Fund, 2007. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund, 2012. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2012*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Kirshner, Jonathan, 1995. *Currency Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*. Princeton: Princeton University Press.
- Subramanian, Arvind, 2011. *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- Verdun, Amy, 2000. *European Responses to Globalization and Financial Market Integration: Perceptions of Economic and Monetary Union in Britain, France and Germany*. Basingstoke: MacMillan.
- The World Bank, 2012. *World Development Indicators 2012*. Washington,

D.C.: The World Bank.

World Trade Organization, 2003. *World Trade Report 2003: Trade and Development*. Geneva: World Trade Organization.

#### 專書論文

Andrews, David M., 2006. "Monetary Policy Coordination and Hierarchy," in David M. Andrews, ed., *International Monetary Power*. New York: Cornell University Press. pp. 91-116.

Chen, Hongyi & Wensheng Peng, 2010. "The Potential of the Renminbi as an International Currency," in Wensheng Peng & Chang Shu, eds., *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi*. New York: Palgrave Macmillan. pp. 115-138.

Cohen, Benjamin J., 2006. "The Macrofoundation of Monetary Power," in David M. Andrews, ed., *International Monetary Power*. Ithaca and London: Cornell University Press. pp. 31-50.

Frankel, Jeffrey A. & Shang-Jin Wei, 1994. "Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," in Takatoshi Ito & Anne O. Krueger, eds., *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*. Chicago: University of Chicago Press. pp. 295-333.

Frieden, Jeffry & Erik Jones, 1998. "The Political Economy of European Monetary Union: A Conceptual Overview," in Jeffry Frieden, Daniel Gros, & Erik Jones, eds., *The New Political Economy of EMU*. Lanham, MD: Rowman & Littlefield. pp. 163-186.

Lee, Jong-Wha, Yung Chul Park, & Kwanho Shin, 2004. "A Currency Union in East Asia," in Asian Development Bank, ed., *Monetary and Financial Integration in East Asia: The Way Ahead* (Vol. 2). New York: Palgrave-Macmillan. pp. 139-176.

- Li, David Daokui & Linlin Liu, 2010. "RMB Internationalization: Empirical and Policy Analysis," in Wensheng Peng & Chang Shu, eds., *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi*. New York: Palgrave Macmillan. pp. 167-185.
- Ogawa, Eiji, Takatoshi Ito, & Yuri Sasaki, 2004. "Cost, Benefits, and Constraints of the Currency Basket Regime," in Asian Development Bank, ed., *Monetary and Financial Integration in East Asia: The Way Ahead* (Vol. 2). New York: Palgrave-Macmillan. pp. 209-239.
- Strange, Susan, 1982. "Still an Extraordinary Power: America's Role in a Global Monetary System," in Raymond E. Lombra & Willard E. Witte, eds., *Political Economy of International and Domestic Monetary Relations*. Ames, Iowa: Iowa State University Press. pp. 73-93.
- Underhill, Geoffrey R. D., 2002. "Global Integration, EMU, and Monetary Governance in the European Union: The Political Economy of the 'Stability Culture'," in Kenneth Dyson, ed., *European States and the Euro: Europeanization, Variation, and Convergence*. New York: Oxford University Press. pp. 31-52.

#### 期刊論文

- Abdelal, Rawi, 1998/6. "The Politics of Monetary Leadership and Followership: Stability in the European Monetary System since the Currency Crisis of 1992," *Political Studies*, Vol. 46, No. 2, pp. 236-259.
- Bayoumi, Tamim & Barry Eichengreen, 1997/4. "Ever Closer to Heaven? An Optimum-currency-area Index for European Countries," *European Economic Review*, Vol. 41, Issue 3-5, pp. 761-770.
- Bénassy-Quéré, Agnès, 1999/3. "Optimal Pegs for East Asian Currencies," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 13, Issue 1, pp. 44-60.

- Bénassy-Quéré, Agnès & Amina Lahrière-Révil, 2000/10. "The Euro as a Monetary Anchor in the CEECs," *Open Economies Review*, Vol. 11, Issue 4, pp. 303-321.
- Chen, Xiaoli & Yin-Wong Cheung, 2011/3-4. "Renminbi Going Global," *China & World Economy*, Vol. 19, Issue 2, pp. 1-18.
- Chinn, Menzie & Jeffrey Frankel, 2008/Spring. "Why the Euro Will Rival the Dollar," *International Finance*, Vol. 11, Issue 1, pp. 49-73.
- Chow, Gregory C., 1960/7. "Tests of Equality between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions," *Econometrica*, Vol. 28, No. 3, pp. 591-605.
- Dieter, Heribert, 2000/5. "Monetary Regionalism: Regional Integration without Financial Crises," *CSGR Working Paper*, No. 52/00, pp. 1-28.
- Eichengreen, Barry, 1989/9. "Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System," *NBER Working Paper Series*, No. 2193, pp. 230-254.
- Eichengreen, Barry, 2011/9-10. "The Renminbi as an International Currency," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 33, Issue 5, pp. 723-730.
- Engle, Robert F., 1982/7. "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation," *Econometrica*, Vol. 50, No. 4, pp. 987-1007.
- Frankel, Jeffrey A., 2011/11. "Historical Precedents for the Internationalization of the RMB," *CGS/IIGG Working Paper*, No. 17, pp. 329-365.
- Hartmann, Phillipp & Otmar Issing, 2002/7. "The International Role of the Euro," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 24, Issue 4, pp. 315-345.
- Ito, Takatoshi, 2010/12. "China as Number One: How About the Renminbi?" *Asian Economic Policy Review*, Vol. 5, Issue 2, pp. 249-276.
- Kaelberer, Matthias, 2005/10. "Structural Power and the Politics of International Monetary Relations," *The Journal of Social, Political, and Economics Studies*, Vol. 30, No. 3, pp. 333-359.

- Kawai, Masahiro, 2002/12. "Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997-98 Currency Crisis," *Monetary and Economic Studies*, Vol. 20, No. S-1, pp. 167-214.
- Kwan, Chi Hung, 1996/1. "A Yen Bloc in Asia: An Integrative Approach," *Journal of the Asia Pacific Economy*, Vol. 1, Issue 1, pp. 1-21.
- Li, Jing, 2007/7-8. "The Rise of the Renminbi in Asia: Cost-Benefit Analysis and Road Map," *The Chinese Economy*, Vol. 40, No. 4, pp. 29-43.
- Ljung, G. M. & G. E. P. Box, 1978/8. "On a Measure of Lack of Fit in Time Series Models," *Biometrika*, Vol. 65, Issue 2, pp. 297-303.
- McKinnon, Ronald & Gunther Schnabl, 2003/8. "Synchronised Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate," *The World Economy*, Vol. 26, No. 8, pp. 1067-1088.
- Shirano, Kazuko, 2009/1. "Yen Bloc or Yuan Bloc: An Analysis of Currency Arrangements in East Asia," *IMF Working Paper*, No. WP/09/3, pp. 1-34.
- Strange, Susan, 1988/Fall. "The Future of the American Empire," *Journal of International Affairs*, Vol. 42, No. 1, pp. 1-17.
- Subramanian, Arvind & Martin Kessler, 2012/10. "The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go?" *PIIE Working Paper*, No. WP12-19, pp. 1-36.

#### 研討會論文

- Kawai, Masahiro, 2008/10/15-17. "The Role of an Asian Currency Unit for Asian Monetary Integration," paper presented at the Beyond Breton Woods: The Transnational Economy in Search of New Institutions. Mexico City: Instituto de Investigaciones Economicas UNAM, the Observatoire de la Finance & Pacific Asia Resource Center. pp.

1-29.

Willett, Thomas D., 2003/10/17-18. "Optimum Currency Area and Political Economy Approaches to Exchange Rate Regimes: Towards a Framework for Integration," paper presented at the Conference on Britain and Canada and their Large Neighbouring Monetary Unions. Canada: University of Victoria. pp. 1-26.

#### 網際網路

Asia Regional Integration Center, 2013/1. "Free Trade Agreements," *Asian Development Bank*, <<http://aric.adb.org/ftatrends.php>>.

Asia Regional Integration Center, 2013/6/1 (accessed). "Economic and Financial Indicators," *Asian Development Bank*, <[http://aric.adb.org/macro\\_indicators.php](http://aric.adb.org/macro_indicators.php)>.

Bank for International Settlements, 2010/12. "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010—Final results," *Bank for International Settlements*, <<http://www.bis.org/publ/rpfxfl0t.htm>>.

Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce, 2013/6/18. "International Transactions," *U.S. Bureau of Economic Analysis*, <[http://www.bea.gov/iTable/index\\_ita.cfm](http://www.bea.gov/iTable/index_ita.cfm)>.

Lee, Jong-Wha, 2010. "Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency?" in Jeffrey D. Sachs, Masahiro Kawai, Jong-Wha Lee, & Wing Thy Woo, eds., *The Future Global Reserve System—An Asian Perspective*. Manila: Asian Development Bank, pp. 1-35, *Asia Regional Integration Center*, <<http://aric.adb.org/grs/papers/Lee.pdf>>.

United Nations, 2013/6/1 (accessed). *United Nations Commodity Trade Statistics Database, UN Comtrade*, <<http://comtrade.un.org/>>.

## **A Political Economic Approach to the Chinese Yuan Becoming the Asian Anchor Currency**

**Jiann-jong Guo**

(Associate Professor, Graduate Institute of China Studies,  
Tamkang University)

**Guo-chen Wang**

(PhD, Graduate Institute of Development Studies,  
National Chengchi University.)

### **Abstract**

The aim of this study is to adopt the modified basket currency regressions model and the level of analysis technique to dig for causes behind the changed positions of Asian anchor currencies in the period before and after the global financial tsunami. We discovered that the positions of Asian anchor currencies are the U.S. dollar first, the RMB second, and then the Euro; If the U.S. dollar is not taken into account, the Asian region has become a RMB zone. Particularly after 2010, the Chinese government started to accelerate its RMB internalization policies, many Asian countries have responded to it and increased the weight of the RMB in their currency basket. The factors which have caused such important changes are that, while Asian countries commonly faced the threat of U.S. dollar hegemony and the uncertainty of Asian regional monetary integration; China and other Asian countries have

integrated economically and financially more than before and China has successfully adopted monetary power to persuade Asian countries to accept and use the RMB as a currency for trade and foreign reserves. Therefore, pegging the exchange rate with the RMB is in the common interest of most Asian countries.

**Keywords:** Asian Anchor Currency, Basket Currency Regressions, Level of Analysis, Chinese Yuan, International Monetary Power