

货币国际化会增加一国外部净资产吗？

——基于估值效应和经常项目的比较研究

刘 威 赵智慧

(武汉大学 经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

摘要:文章利用160个国家和地区的EWN II数据库样本,检验了货币国际化对一国外部净资产变动的影响,研究发现:货币国际化对一国外部净资产变动有显著正影响,具体而言,货币国际化对估值效应的正向影响大于对经常项目的负向影响,从而整体上对一国外部净资产产生了正向影响。机制检验发现,本国国际化主要通过汇率机制影响一国外部净资产,而非资产价格。进一步的异质性结果显示,在记账国际化程度更高、经济体量更大及发展中国家或地区,本国国际化更易增加该国外部净资产。作为发展中国家,我国应适当推进人民币国际化进程,进而通过正估值效应增加自身“隐性”外部净资产。

关键词:货币国际化;外部净资产;估值效应;经常项目

中图分类号:F831 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2023)01-0109-14

一、引言

全球金融一体化的发展使得各国交叉持有跨境资产和负债的数额迅速增加,传统的国际经济学理论认为,贸易渠道是一国外部净资产变动的主要影响源,一国外部净资产头寸等于经常项目差额累计值^[1]。然而各国的国际收支变动实际数据显示,一国外部净资产的变动与其经常项目余额变动存在较大差异。例如,根据Lane和Melesi-Ferretti建立的EWN II数据库统计和计算,2001—2016年中国经常项目顺差年均均为1887.59亿美元,但外部净资产增加额年均仅为1057.44亿美元;2001—2016年美国经常项目逆差年均均为-5136.32亿美元,但外部净资产变动减少额年均均为-4381.68亿美元^{[2]①}。Lane和Milesi-Ferretti(2001)指出,估值效应是造成一国外部净资产变动与经常项目差额不同的根源;而估值效应是指在给定的国际资产、负债规模和结构的情况下,由汇率和资产价格变化引起的一国外部净资产头寸的变动^[3]。虽然估值效应会使一国外部净资产改变,但不会直接体现在国际收支平衡表中,因此估值效应又被称为“经济暗物质”。估值效应作为外部净资产调整中的金融因素,反

收稿日期:2022-11-15

基金项目:教育部人文社科基金规划项目“人民币国际化进程中估值效应优化的影响渠道与效应评估研究”(18YJA790055)

作者简介:刘 威(1979—),男,湖北随州人,武汉大学经济与管理学院教授,博士生导师;

赵智慧(1997—),女,山东泰安人,武汉大学经济与管理学院博士生。

映了经常账户不能体现的资本净收益变动,因此,其在一定程度上可以解释各国经常项目变动和外部净资产变动的差异来源。由此可见,一些因素也有很大的可能通过作用于估值效应变动,而影响外部净资产的调整。目前,国内外研究重点探究了汇率和资产价格对估值效应的影响^{[3][4]},但对影响一国估值效应和外部净资产变动的更深层次因素研究尚少。以中国为例,在每年的外部财富变动中,中国的外部净资产增量远小于同期经常账户顺差增额^②,即中国存在因估值效应带来的外部财富流失问题。

与此同时,从中国2013年提出“一带一路”倡议到2016年人民币加入IMF特别提款权(SDR)货币篮子,再到2022年召开的党的二十大均指出要有序推进人民币国际化,人民币的国际化进程一直在稳步推进。这使得以本币国际化为核心的货币国际化与国际收支失衡及其调整间的联系日益密切,因此研究人民币国际化对中国外部净资产的影响和风险,提出改善外部净资产的优化策略,成为当前中国进行全球失衡治理需解决的关键学术问题。从理论上而言,一国的货币国际化水平提升会影响母国的本币汇率及资产价格,进而通过贸易因素(经常项目差额)和金融因素(估值效应)影响母国的外部净资产变动。那么货币国际化对一国外部净资产变动是否真的存在影响?如果存在影响,货币国际化主要影响的是以估值效应为核心的金融类资产变动,还是以经常项目差额为核心的贸易类资产变动?其主要影响机制是什么?这些都需要实证检验。区别于以往的文献,本文从更深层次的货币国际化视角,探讨了其对一国外部净资产变动的影响及内在机制。

二、文献综述

本部分主要围绕货币国际化对一国外部净资产的影响、估值效应对一国外部净资产的影响、影响估值效应的两类因素等三方面展开文献综述。

(一)货币国际化对一国外部净资产的影响

现有研究发现货币国际化会对货币发行国经济产生重要影响,其中部分文献重点研究了货币国际化对一国外部净资产的影响。一方面,部分文献研究了本币国际化对本国的外部净资产的影响。Gourinchas和Rey(2007)认为人民币和美元的国际化程度差异导致了两个国家估值效应的差异^[5]。Curcuru等(2013)的研究表明美元国际化程度高导致美国的外部净资产增加,而人民币国际化程度较低导致中国的外部净资产减少^[6]。在此基础上,Huang等(2020)通过阈值回归发现货币国际化水平越高,汇率对估值效应的正向影响越大^[7]。另一方面,货币国际化过程中存在货币错配^③问题^{[8][9]},而货币错配会减少一国外部净资产^[10],且一国货币在国际货币体系中的地位会影响该国货币错配的程度^[11]。Bénétrix等(2015)也发现由于货币错配,许多发展中国家在金融危机期间遭受巨大负估值效应,导致其外部净资产减少^[12]。

(二)估值效应对一国外部净资产的影响

在20世纪80年代之后,国家间交叉持有资本和负债日益增多,部分研究发现美国的净资产变动和经常账户变动不一致,并将二者的差额称为“经济暗物质”^[13],Lane和Milesi-Ferretti将此“暗物质”称为估值效应,并用市值法修正了1970—2007年间145个国家的资产价值,而且发现估值效应显著改善了美国的外部净资产^[2]。随后,更多文献发现了一国外部财富调整中存在显著的估值收益^{[14][15]}。然而,估值效应对一国外部净资产变动的作用大小存在争议。Cardarelli(2007)发现一国的货币政策和财政政策主要通过贸易因素影响其外部净资产,而估值效应的调整作用十分有限^[16]。与之相反,Gourinchas和Rey(2014)指出一国外部净资产变动比经常账户差额大得多,估值效应是一国外部净资产调整的重要来源^[17]。Devereux和Sutherland(2010)证实了外部净资产的变动以估值效应为主^[18]。

与此同时,由于各国外部资产和负债的规模及货币组成不同,估值效应对不同类型国家和地区外部净资产变动的存在差异。发达国家的外部资产主要以外币计价,而外部负债主要以本币计价,因此发达国家的货币贬值往往会增加其外部净资产^[19]。Gourinchas和Rey(2005)发现正向估值效

应冲抵了美国 31% 的贸易逆差^[20]。而新兴市场经济体和发展中国家的外部资产和负债以外币计价为主,货币升值往往会恶化其外部头寸。例如,在 1992—2001 年间,印度和泰国的负向估值效应占 GDP 的比重高达 39% 和 21.9%^[21]。此外,肖立晟和陈思翀(2013)也指出巨大的负估值效应使中国长期遭受外部净资产损失^[22]。

(三)影响估值效应变动的两类因素

在关注估值效应对一国外部净资产变动的的影响基础上,越来越多研究开始探究估值效应的形成机制,研究发现汇率和资产价格是影响估值效应的两大直接渠道。一方面,有学者提出汇率是影响一国估值效应和外部净资产变动的重要因素。如 Tille(2003)发现由美元贬值引起的正向估值效应改善了美国的贸易赤字,使美国的外部净资产增加^[23]。Bénétrix 等(2015)特别关注了金融危机期间各国外部财富变动的汇率影响,发现持有美元、日元资产空头和英镑资产多头的国家遭受了较大的估值效应损失^[12]。另一方面,有学者发现资产价格是影响一国外部净资产变动的重要因素。Gourinchas 和 Rey(2007)提出超额收益率是美国形成正向估值效应的重要原因^[5]。Curcuro 等(2013)发现美国等发达国家倾向持有具有高收益率的权益资产,而发展中国家倾向持有收益率低的非权益资产,使资产价格对二者的估值效应产生显著差异^[6]。齐天翔等(2016)也发现资产价格波动对中国估值效应的影响要大于汇率影响^[24]。

综上所述,现有文献肯定了货币国际化对一国外部净资产的影响,以及估值效应在一国外部净资产变动中的重要性,并发现了汇率和资产价格两大影响渠道。但目前的研究重点是货币国际化对一国外部净资产的影响方向,而具体如何影响一国外部净资产的两个维度以及作用机制等深层次分析较少。本文的主要边际贡献如下:第一,实证检验了货币国际化对一国外部净资产及其两个维度(估值效应和经常项目差额)变动的直接影响及其差异,拓展了国际收支失衡调节理论的研究深度。第二,检验了货币国际化影响一国外部净资产变动的汇率机制和资产价格机制是否存在,并比较了两类作用机制的差异,为中国的货币国际化决策及外部资产负债管理提供政策参考。

三、理论机制与研究假设

货币国际化是指一国货币在发行国之外发挥交换媒介、记账单位和价值储藏等货币职能^[25]。而货币国际化会通过影响一国对外贸易与金融资产价值变动,对货币发行国经济运行产生影响。如图 1 所示,由于一国外部净资产变动可分解为估值效应变动和经常项目差额变动,因此货币国际化会通过估值效应和经常项目差额两个维度分别对外部净资产变动产生影响。

(一)货币国际化对一国估值效应的影响

货币国际化会对一国的估值效应的影响方式可能有两方面:一方面,货币国际化会通过影响货币发行方的本币汇率变动,影响一国估值效应。

第一,货币国际化会带来本币汇率变动(升值或贬值),进而影响一国的估值效应。首先,货币国际化可能会导致强势货币国家的货币(如美元)的国际市场需求增加,带来汇率升值。理论上,货币国际化的实质是一国货币在境外市场上的流动性增强、信贷能力提升和购买力加强,有更多国家和地区希望持有该货币^[26],使该货币具有升值趋势^[27];其次,当一国经济实力难以支撑其货币的国际化进程时,货币国际化也可能使弱势货币国家出现因资本外逃或汇率市场动荡发生汇率贬值,如 20 世纪 90 年代末亚洲金融危机时的泰铢国际化以及 20 世纪 80 年代广场协议时期的日元国际化。因此,货币国际化对汇率波动的影响方向需要进一步检验,以明晰其对估值效应的影响。

第二,货币国际化还会通过减轻“货币错配”扭曲效应影响本币汇率,进而影响一国的估值效应。由于当前发行国际货币的国家仅有美国等少数几个国家,世界大多数国家的对外负债以外币计价为主,对外资产以本币计价为主^[28],形成了“债务型货币错配”^[29]。此时随着本币国际化程度的加深,货币市场上对本币需求增加,使国内的金融机构和企业能够更多地以本币进行对外直接投资,从货币

的价值储藏职能而言,减少了本国在国际储备中对美元等其他国际货币的依赖度,从而缓解“货币错配”,有利于外部资产价值的增加。但也需要看到的是,当弱势货币国家推行货币国际化时,其本币难以成为其他国家对外资产和负债的主要币种,从而难以发挥减轻货币错配的作用,使得货币国际化对本币汇率的影响方向仍然需要进一步实证检验。

第三,货币国际化通过增强本币的交易职能和记账职能,改变外部资产和负债的币种结构,增加本币在外部资产中的使用比重,有利于估值效应增加。在所有经济体中,还有一些国家的外部净资产以外币(如美元)计价为主。如以中国、韩国为代表的贸易大国,在本币尚未实现国际化或国际化水平较低时,由于经常项目长期顺差,积累了大量的以美元计价的外币资产^{[30][31]},形成了“债权型货币错配”,此时美国长期实施美元贬值政策,使这些国家多数表现为初始的负估值效应。而随着这些国家的本币国际化水平提升,本币在国际市场上的接受度上升,有利于增加本国以本币计价的资产,减少以外币计价的资产,此时本币升值有助于缓解原有的负估值效应,使其向正估值效应转变。但货币国际化对外部净资产的最终效应受外币计价的资产和负债变动差异影响^[5];当本币相对外币升值时,如果本国以外币计价的负债减少额大于以外币计价的资产减少额,则估值效应变动为正,本国的外部净资产增加;反之,则估值效应变动为负,本国外部净资产减少。

另一方面,货币国际化会通过影响货币发行方的外部资产价格(即资产收益率)影响估值效应变动。第一,随着本国货币国际化水平上升,世界其他国家和地区的政府当局、金融机构和投资者将更多地持有以该货币计价的资产,导致本国资产价格(即资产收益率)降低;同时还会增加本币债券的流动性,使本国能够以更低利率发行债券,即产生流动性折价效应^[32]。由于本国的资产价格下降,对外负债的应付利息减少,令本国的资产与负债差额增加,产生正估值效应,使外部净资产扩大。第二,货币国际化可能会提高本国资产价格,引致外部投资者的投机性购买,尤其是那些处于货币国际化早期阶段的国家和地区,更容易遭受外国资本的投机性购买^[33],使投资者出于避险动机减少持有以该货币计价的资产,而货币发行国为了维系外国投资者对本国资产的青睐,将提高本国资产价格,使应付利息增加,对外负债扩大,最终产生负估值效应,外部净资产减少。鉴于上述两方面作用,货币国际化对估值效应的影响方向不确定,进而使其对外部净资产的影响方向也不明确。

综上,货币国际化会通过汇率机制和资产价格机制影响估值效应,进而影响一国外部净资产,但其影响方向需要进一步实证检验。基于此,本文提出如下研究假设:

H_{1a}: 一国货币国际化水平的提升,会对其估值效应产生正向影响。

H_{1b}: 一国货币国际化水平的提升,会对其估值效应产生负向影响。

(二)货币国际化对一国经常项目差额的影响

货币国际化也可能作用于一国经常项目差额,从而对其外部净资产变动产生影响。一方面,如上文所述,由于货币国际化水平提升,会使货币发行方的本币汇率发生变动(升值或贬值),通过影响进出口影响其经常项目差额变动。另一方面,马歇尔-勒纳条件指出,一国货币相对于他国货币贬值,能否改善该国的贸易收支状况,主要取决于贸易商品的需求和供给弹性。只有当进出口需求弹性之和大于1时,本币贬值才会改善贸易逆差。综上,货币国际化会通过汇率机制影响经常项目差额变动,进而影响一国外部净资产,但考虑到汇率变动对一国贸易和经常项目差额变动的方向并不确定^{[35][36]},本文提出如下研究假设:

H_{2a}: 一国货币国际化水平的提升,会对其经常项目差额变动产生正向影响。

H_{2b}: 一国货币国际化水平的提升,会对其经常项目差额变动产生负向影响。

由于一国外部净资产变动可分解为估值效应变动和经常项目差额变动两个维度,因此上述两类假设使得货币国际化对外部净资产变动的方向也不确定。基于此,本文提出如下研究假设:

H_{3a}: 一国货币国际化水平的提升,会对其外部净资产变动产生正向影响。

H_{3b}: 一国货币国际化水平的提升,会对其外部净资产变动产生负向影响。

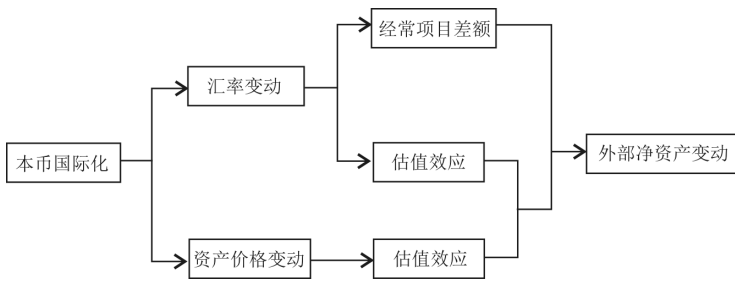


图1 货币国际化影响外部净资产变动的路径分析

四、研究设计

(一)核心变量的测度

1.估值效应(val_{it})

由于在一国的外部净资产变动中,资本和金融账户差额较小,误差及遗漏项的数值通常难以准确估计^[19]。因此,本文借鉴 Lane 和 Milesi-Ferretti(2003)的方法对各国估值效应进行测度^[37],将一国外部净资产变动简化为经常账户差额和估值效应之和,如公式(1)所示:

$$NFA_{it} - NFA_{it-1} = CA_{it} + VAL_{it} \quad (1)$$

式(1)中,NFA_{it}是国家i第t年的外部净资产,由总资产减去总负债得到。CA_{it}是国家i第t年的经常账户差额,由总出口减去总进口得到,VAL_{it}表示估值效应。

为了控制各国经济发展差异的影响,我们将以上变量除以国内生产总值(GDP)进行标准化处理,得到公式(2)。其中Δnfa_{it}、val_{it}、ca_{it}分别表示标准化后的外部净资产变动、估值效应和经常项目差额。

$$val_{it} = \Delta nfa_{it} - ca_{it} \quad (2)$$

利用式(2),本文得到标准化处理后的估值效应。

2.货币国际化综合指数(ind_{it})

本文构建了包含交易媒介(tr_{it})、记账单位(pri_{it})和价值储藏(sto_{it})三个职能在内的货币国际化综合指数(ind_{it})。其中,以本币交易量在外汇市场交易总量中的比重衡量交易媒介职能的国际化程度^[38],以本币债券发行额在国际债券发行总额中的比重衡量记账单位职能的国际化程度^[39],以本币储备量在全球外汇储备总量中的比重衡量价值储藏职能的国际化程度^[40],并参考林乐芬和王少楠(2016)、Huang等(2020)的做法,对三个职能赋予相同权重,估算一国的货币国际化综合指数,测度公式具体如下^{[41][7]}:

$$ind_{it} = \frac{tra_{it} + pri_{it} + sto_{it}}{3} \quad (3)$$

(二)计量模型与变量解释

基于上文的理论分析,本文建立如下计量模型:

$$Y_{it} = a_0 + \beta ind_{it} + \rho X_{it} + \lambda_i + \delta_t + \epsilon_{it} \quad (4)$$

式(4)中,i表示国家,t表示年份。Y_{it}是被解释变量,即Δnfa_{it},表示i国第t年外部净资产的变动。为了探讨货币国际化对不同类型外部净资产变动的影响,本文将被解释变量进一步替换为估值效应(val_{it})和经常项目差额(ca_{it})。核心解释变量是ind_{it},表示i国在第t年的货币国际化水平。X_{it}为控制变量的集合,λ_i和δ_t分别表示国家固定效应和年份固定效应,ε_{it}为随机干扰项。

对控制变量集合X_{it}的说明如下:首先,考虑到一国经济发展程度和价格水平会影响其外部净资产变动,本文引入经济增长率(gro)和物价增长率(pgr),控制一国经济的真实增长对外部净资产变动的影响^[42]。其次,考虑到一国金融市场深度和开放度是影响货币国际化的先决条件,可能影响国际交易中的货币选择。因此本文进一步控制金融开放水平(fop)、金融结构(fst)、金融深度(df_d)^[43]。主要变量解释见表1。

表 1

主要变量及其解释

变量	变量名	变量说明
被解释变量	Δnfa	表示外部净资产变动,由 $(NFA_{it} - NFA_{it-1})/GDP_{it}$ 计算得到,数据来自 EWN II 数据库
	val	表示估值效应,由 VAL_{it}/GDP_{it} 计算得到,数据来自 EWN II 数据库
	ca	表示经常项目差额,由 CA_{it}/GDP_{it} 计算得到,数据来自 EWN II 数据库
解释变量	ind	表示货币国际化指数,由支付国际化、记账国际化、储备国际化各按 1/3 的权重加权平均得到,数据来源为国际清算银行和 IMF
	gro	表示经济增长变动率,由 GDP_{it}/GDP_{it-1} 计算得到,GDP 的数据来自 EWN II 数据库
控制变量	pgr	表示物价增长率,由 $(CPI_{it}-CPI_{it-1})/CPI_{it-1}$ 计算得到,CPI 数据来自 WDI 数据库
	fst	表示金融结构,用国内私营部门银行信贷/GDP 衡量,数据来自 WDI 数据库
	fop	表示金融开放水平,衡量一个国家资本账户开放程度,数据来自 Chinn 和 Ito(2006)编制的金融开放指数 ^[44]
	dfd	表示金融深度,用金融交易活动 M2/GDP 衡量,数据来自 WDI 数据库

(三)描述性统计结果

由于样本国的货币国际化进程大多开始于 2001 年,所以本文的样本期始于 2001 年,同时考虑到部分国家或地区的数据缺失,本文综合选取了 2001—2016 年 EWN II 数据库中 160 个国家和地区的样本,包括 26 个发达国家和地区,134 个发展中国家和地区^④。表 2 汇报了各变量的描述性统计结果。

表 2 描述性统计结果

变量	均值	最小值	中位数	最大值	标准差
Δnfa	-0.013	-6.500	-0.023	7.425	0.314
val	0.018	-6.362	0.005	7.481	0.305
ca	-0.032	-0.841	-0.030	0.455	-0.316
ind	0.006	0	0.001	0.374	0.031
gro	1.080	0.395	1.075	2.319	1.080
pgr	0.059	-0.181	0.037	3.599	0.589
fst	0.500	0.004	0.369	5.852	0.500
fop	0.425	-1.910	0.007	2.360	0.425
dfd	59.079	2.857	49.351	375.063	59.079

由表 2 可以发现:第一,货币国际化指数(ind)的中位数为 0.001,最大值为 0.374,表明大部分国家和地区尚处于货币国际化的初始阶段,货币国际化的国别或地区差异相对较大。第二,作为净资产变动的两个重要维度,估值效应(val)与外部净资产变动(Δnfa)各统计量的差异不大,而经常项目差额(ca)与外部净资产变动(Δnfa)各统计量之间存在较大区别。这说明一国的外部净资产变动与估值效应变动趋势相似,而与经常项目差额变动的差异有待检验。

此外,图 2 和图 3 进一步分别比较了中美两国在 2001—2016 年的外部净资产变动(Δnfa)、估值效应(val)及经常项目差额(ca)的变化趋势。结果显示:无论是中国还是美国,其外部净资产变动和估值效应都具有相似的变动趋势,而经常项目差额的变动趋势与二者明显不同。因此我们初步预测一国外部净资产的变动主要来自估值效应调整。

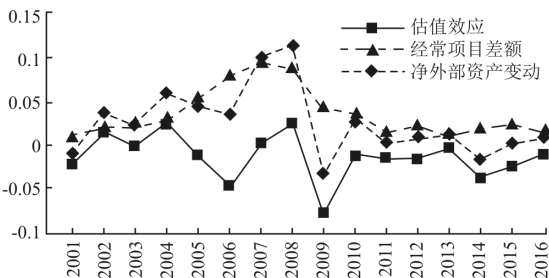


图 2 中国外部净资产变动、估值效应及经常项目差额的对比
数据来源: EWN II 数据库。

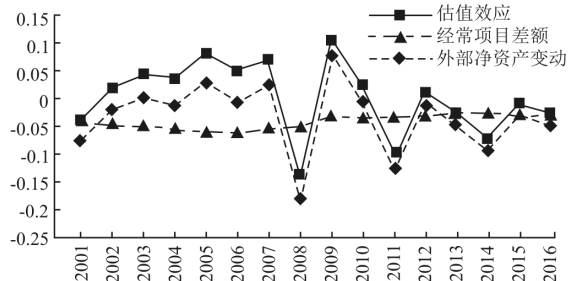


图 3 美国外部净资产变动、估值效应及经常项目差额的对比
数据来源: EWN II 数据库。

五、实证结果

(一) 基准估计结果

为了量化研究货币国际化对一国外部净资产变动及其两个重要维度(估值效应和经常项目差额)的影响,本文基于公式(4),分别检验了货币国际化对外部净资产变动、估值效应以及经常项目差额的影响效应,结果见表3。表3列(1)的估计结果显示,货币国际化对一国外部净资产变动产生显著正影响(H_{3a} 成立)。列(2)与列(3)的结果显示,货币国际化对一国估值效应产生显著正效应(H_{1a} 成立),并对一国经常项目差额产生显著负效应(H_{2b} 成立)。这表明:虽然货币国际化会同时影响一国的外部净资产变动中的估值效应与经常项目差额两个维度,但对二者的影响方向不同。具体而言,货币国际化在增加一国的外部净资产中的估值效应(1.802)的同时,会减少一国的外部净资产中的经常项目差额(-0.382)。由于数值上前者大于后者,从而整体上,货币国际化对一国外部净资产变动显示出正影响(1.420)。

表3 基准估计结果

变量	(1) Δnfa	(2) val	(3) ca
ind	1.420* (1.87)	1.802** (2.37)	-0.382** (-2.16)
fst	-0.132*** (-2.74)	-0.094** (-2.22)	-0.038*** (-3.59)
fop	0.023 (1.29)	0.023 (1.37)	-0.001 (-0.36)
dfd	-0.001 (-1.52)	-0.000** (-0.60)	-0.001** (-2.02)
gro	-0.008 (-0.15)	-0.081 (-1.53)	0.072*** (3.64)
pgr	-0.029 (-1.10)	-0.003 (-0.07)	-0.027 (-0.98)
常数项	0.094* (1.69)	0.213*** (4.37)	-0.119*** (-4.35)
Country_FE	Y	Y	Y
Year_FE	Y	Y	Y
N	2560	2560	2560
R ²	0.083	0.072	0.606

注:括号内为采用聚类稳健标准误的t统计量,***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,下表同。

(二) 动态效应

考虑到货币政策对外部净资产变动的影响可能存在动态差异,即随着时间的推移,货币国际化对一国外部净资产变动的影响可能会发生改变,本文在列(1)的基准估计基础上,分别引入货币国际化指数的一阶、二阶、三阶滞后项进行动态检验,结果见表4的列(2)~(4)。结果显示,货币国际化的一阶滞后项系数显著大于基准估计中ind的系数值;二阶滞后项的系数虽仍显著为正,但影响效应有所降低;其三阶滞后项的影响系数不再显著。由此可知,货币国际化对一国外部净资产变动的长期影响在一阶滞后时达到最大,二阶滞后时降低,三阶滞后时不再显著,即这一影响效应呈现先增加而后逐渐衰减的趋势。

变量	(1) 基准估计	(2) 1 阶滞后	(3) 2 阶滞后	(4) 3 阶滞后
ind	1.420 * (1.87)			
ind(-1)		1.830 *** (2.94)		
ind(-2)			1.520 ** (2.51)	
ind(-3)				1.101 (1.64)
常数项	0.094 * (1.69)	0.073 (1.11)	0.013 (1.41)	-0.129 *** (-3.72)
Control	Y	Y	Y	Y
Country_FE	Y	Y	Y	Y
Year_FE	Y	Y	Y	Y
N	2560	2400	2240	2080
R ²	0.083	0.086	0.080	0.077

(三)内生性检验

由于货币国际化政策多为一国中央银行做出的相对独立的决策,并不是由该国的外部净资产变动引起的,因此一国的货币国际化决策的制定是相对外生的。但本文考虑到可能存在的遗漏变量问题,下面对货币国际化与外部净资产变动的关系进行内生性检验。

由于本文的货币国际化综合指数(ind)是一个综合数值,且作为衡量一国货币化水平的宏观经济变量,一般较难找到合适的工具变量。同时参考上文的动态分析结果可以发现,货币国际化综合指数(ind)对一国外部净资产变动的的影响,在滞后的第三年“消失”(即货币国际化综合指数的三阶滞后项不再显著),因此货币国际化综合指数的三阶滞后变量(ind(-3))满足工具变量的外生性条件,接下来本文参考段文奇等(2020)的研究^[45],以滞后三期的货币国际化指数(ind(-3))作为工具变量,采用两阶段最小二乘法(2SLS)进行估计。结果见表5的列(1)和(2)。

表5的列(1)显示,在2SLS的第一阶段回归结果中,ind(-3)与货币国际化指数 ind 显著正相关,满足工具变量的相关性假设。表5的列(2)报告了2SLS的第二阶段估计结果,可以看到,货币国际化综合指数(ind)对一国外部净资产变动(Δnfa)的影响系数略有增大,但系数方向和显著性并没有发生本质变化,因此货币国际化对外部净资产变动的影响结论依旧成立。

(四)稳健性检验

从基准估计结果看,货币国际化水平与一国外部净资产变动正相关。因此,我们针对货币国际化与外部净资产变动的关系进行稳健性检验^⑤。

1. 更换核心解释变量:改变货币国际化指数的计算方法

考虑到在计算综合货币国际化指数的三大货币职能指标^⑥中,相比其他两类货币职能,交易媒介职能是货币最基础的职能,其可以更充分地反映国际货币在贸易结算、跨境投融资、国际清算以及国

表 5 内生性检验结果

变量	内生性检验结果	
	(1) 第一阶段	(2) 第二阶段
	ind	Δnfa
ind(-3)	0.457 *** (4.99)	
ind		2.489 *** (1.66)
Control	Y	Y
Country_FE	Y	Y
Year_FE	Y	Y
N	2080	2080
R ²	0.357	0.027

际储备上的需求差异,因此下文将货币的交易媒介职能权重调整为 1/2,货币的记账单位职能和价值储藏职能的权重调整为 1/4,重新确定了三类货币职能在货币国际化综合指数中的权重后再次回归。结果显示,重新计算后的货币国际化综合指数(ind)对外部净资产变动(Δnfa)的影响结果与基准回归结果一致。

2. 更换被解释变量:使用不同汇率测算外部净资产

在基准回归中,本文使用各国年末直接标价法下的汇率将各国的外部净资产统一为以美元标价的外部净资产。考虑到外部净资产指标的测度不同可能对回归结果造成影响,下文用各国直接标价法下的年均汇率替换其年末汇率,重新测算了各国外部净资产数值后再次进行检验。结果显示,在更换外部净资产衡量指标后,核心解释变量货币国际化指数(ind)对外部净资产变动(Δnfa)的影响系数依然显著为正,说明本文的回归结果是稳健的。

3. 加入地区固定效应和时间固定效应的交乘项

为了进一步控制既随地区又随年份变动的影响因素,本文控制了地区(洲级)层次固定效应和时间固定效应的交乘项,重新检验货币国际化指数(ind)对外部净资产变动(Δnfa)的影响。结果表明在控制了地区和时间固定效应的交乘项后,货币国际化(ind)对一国外部净资产变动(Δnfa)产生显著正影响,结果依然稳健。

4. 剔除国际金融危机冲击的混杂影响

在 2008—2009 年国际金融危机期间,国际货币市场的剧烈变动对各国外部资产产生了巨额估值效应,这可能对各国外部净资产变动产生影响。因此本文剔除了 2008 年和 2009 年的数据,重新进行回归。结果显示:货币国际化指数(ind)对外部净资产变动(Δnfa)的影响系数变化不大且显著性有所上升,结果依旧稳健。

5. 剔除特定国家样本的混杂影响

第一,剔除最大净债务国——美国的样本后重新检验。考虑到美国不仅是世界上拥有外部债务最多的国家,且美元特权使美国的外部资产收益远高于外部负债支出,再加上美元贬值的双重作用,美国可能获得巨额估值效应收益,这可能使本文结果产生偏误。因此,本文剔除了美国的样本重新检验。结果显示:货币国际化对外部净资产变动产生显著的正影响,结果依然稳健。第二,剔除最大债权国——日本的样本后重新检验。日本作为全球主要的贸易顺差国和最大的债权国,随着贸易顺差和对外债权规模的累积,日本外部净资产的变动规模也很大,因此本文剔除了日本的样本重新检验。结果显示:货币国际化(ind)对外部净资产变动(Δnfa)产生正影响,结果稳健。第三,考虑到中国样本对本文研究的特殊性,本文剔除中国样本后重新检验。结果显示,在剔除中国样本后,货币国际化(ind)对外部净资产变动(Δnfa)的正影响依然成立。

6. 剔除是否处于国际货币基金组织产生的影响

考虑到一国是否属于国际货币基金组织的成员国会对其货币国际化决策和国际货币的政策实施产生影响,因此,本文剔除了样本中的 IMF 非成员国,仅对 IMF 成员国样本进行检验。结果显示:在剔除 IMF 非成员国的样本后,货币国际化(ind)对一国外部净资产变动(Δnfa)依然存在显著正影响。

7. 使用 2008 年后的样本数据

2008 年的国际金融危机推动了全球货币体系重塑,致使金融危机发生前后的货币国际化格局出现一定变化。许多国家开始追求货币国际化,例如中国和韩国。因此我们检验了国际金融危机发生后,货币国际化对一国外部净资产变动的的影响。结果显示:2008 年后货币国际化(ind)对外部净资产变动(Δnfa)的影响依然显著为正,且系数相比基准回归有所上升。

8. 排除异常值样本的干扰

为了排除异常值对本文回归结果的影响,我们对样本数据进行上下 1% 的缩尾处理,重新检验二者关系。结果显示,进行缩尾处理后的回归结果与基准估计结果一致,即货币国际化综合指数(ind)对一国外部净资产变动(Δnfa)的影响依然显著为正。

9.剔除货币国际化的零值样本

考虑到样本国家中存在一些尚未进行货币国际化的国家,我们进一步去除了货币国际化为零的国家样本,利用货币国际化水平非零的样本,重新检验货币国际化与一国外部净资产变动间的关系。结果显示,去除货币国际化为零的样本后,剩余样本的回归结果与基准结果一致,即货币国际化综合指数(ind)对一国外部净资产变动(Δnfa)的影响依然显著为正。

10.随机剔除某些国家或地区的样本

考虑到样本结构对回归结果可能带来的偏误,本文分别随机剔除了10%、30%、50%和70%的样本后,对货币国际化的影响进行检验。结果显示:核心解释变量 ind 的系数依然均显著为正,说明货币国际化(ind)会对一国外部净资产变动(Δnfa)产生正影响的核心结论,不会随样本结构的改变发生实质性变化。

11.剔除外贸因素影响

为了排除外贸因素对本文回归结果的影响,我们又进一步控制了一国的外贸因素影响,具体地,本文分别单独控制一国进口额、单独控制一国出口额和同时控制进出口额重新进行了检验。可以发现,货币国际化综合指数(ind)对一国外部净资产变动(Δnfa)的影响依然显著为正,基准估计结果依然稳健。

六、进一步研究

(一)机制检验

上文的实证结果验证了货币国际化对一国外部净资产变动存在正影响,同时根据理论分析预测,货币国际化进程还可能通过汇率和资产价格,导致一国外部净资产发生变动。因此,接下来本文将针对汇率和资产价格进行影响机制检验。

目前,国内外已有大量文献证实了汇率和资产价格的波动是影响估值效应和外部净资产变动的直接渠道。如 Lane 和 Shambaugh(2010)强调汇率变动是造成一国净外部资产损益的重要原因,且在金融危机期间对净外部资产的冲击更为明显^[46]。Ghironi 等(2015)通过实证检验证实了资产价格对估值效应的影响^[47]。但目前仍缺少有关货币国际化水平变动对估值效应的直接渠道——汇率和资产价格的影响分析。基于此,本文接下来检验货币国际化对汇率(e)和资产价格(r)是否存在影响。借鉴 Persico 等(2004)、Powell 等(2018)、范子英等(2016)的机制分析方法^{[48][49][50]},本文构建以下机制检验模型:

$$e_{it} = a_{11} + \beta_{12} ind_{it} + \rho_1 X_{it} + \lambda_i + \delta_t + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$r_{it} = a_{21} + \beta_{22} ind_{it} + \rho_2 X_{it} + \lambda_i + \delta_t + \epsilon_{it} \quad (6)$$

式(5)(6)中,e代表汇率,使用直接标价法下名义汇率的对数作为代理变量,数据来自IMF官网数据库。r代表资产价格,数据来自EWN II数据库,控制变量与上文相同。

表6的列(1)和(2)分别报告了汇率和资产价格的机制检验结果。列(1)结果显示,在控制各类经济和金融变量、国家与年份固定效应,并聚类到国家层面后,货币国际化对直接标价法下的本币汇率e的影响在1%水平上显著为负,表明货币国际化会导致本币汇率降低,即直接标价法下的本币升值;列(2)结果显示,货币国际化对资产价格r的影响不显著。综上可得,货币国际化目前仍主要通过影响汇率机制影响一国外部净资产变动,而资产价值的中间传导机制尚未完全发挥出来。

变量	(1)	(2)
	e	r
ind	-8.755*** (-16.13)	-0.261 (-1.06)
常数项	3.462*** (5.53)	0.002 (0.26)
Control	Y	Y
Country_FE	Y	Y
Year_FE	Y	Y
N	2560	2560
R ²	0.162	0.010

(二)异质性检验

接下来,本文针对货币国际化与外部净资产变动的关系进行三类异质性检验。

1.按不同类型的货币职能进行异质性检验

国际货币的职能可以分为交易媒介、记账单位、价值储藏三个方面,因此,本文检验了不同货币职能的国际化对外部净资产变动的影响,表7的列(1)、列(2)和列(3)报告了三类货币国际化职能对外部净资产变动的的影响结果。列(1)结果显示,虽然交易媒介职能国际化(tra)对外部净资产变动的的影响显著性偏低,但依然为正,这可能是因为交易媒介职能国际化会同时影响一国的估值效应和贸易项目差额,若交易媒介职能国际化减少贸易项目差额,会导致货币国际化对外部净资产变动的的影响出现混杂;列(2)结果显示,记账单位职能国际化(pri)对外部净资产变动的的影响显著为正;列(3)结果显示,虽然价值储藏职能国际化(sto)对外部净资产变动影响的显著性偏低,但依然为正,这可能是因为各国出于安全性与流动性考虑,只有当一国货币的整体国际化达到较高水平时,其他国家和地区的央行才会考虑将其作为储备货币,这也使得基于价值储藏职能的货币国际化对外部净资产变动的的影响难以体现。

2.按经济发展程度差异进行分组检验

考虑到发达国家和发展中国家的货币国际化程度差异较大,且两者的外部资产和负债规模、币种构成也存在较大差异。因此,本文检验发达经济体和发展中经济体的货币国际化对外部净资产变动的的影响差异。结果见表7的列(4)和列(5),结果显示,不管是发展中国家还是发达国家,货币国际化水平的提升都会对一国外部净资产变动产生正影响,但货币国际化对发展中国家外部净资产变动的的正影响明显大于对发达国家的正影响,说明货币国际化更有利于发展中国家外部净资产的提升。

3.按经济体量差异进行异质性检验

考虑到货币国际化对外部净资产变动的的影响还会因一国经济体量不同而存在差异^[14],本文以国内生产总值的中位数为分类标准,将所有样本划分为体量大和体量小两组,再次检验了货币国际化对外部净资产变动的的影响。结果见表7的列(6)和列(7),结果显示,只有在经济体量较大的国家和地区,货币国际化水平的提升会显著地增加一国或地区的外部净资产变动;在经济体量较小的国家和地区,货币国际化对外部净资产变动不存在显著的影响。

表7 异质性检验结果

变量	货币职能国际化			经济发展水平		经济体量	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	交易媒介	记账单位	价值储藏	发达国家	发展中国家	体量大	体量小
indind				2.356 *	21.871 ***	1.152 *	-0.933
				(1.67)	(2.94)	(1.70)	(-1.49)
tra	0.320						
	(1.45)						
pri		0.721 *					
		(1.70)					
sto			0.045				
			(0.12)				
常数项	0.096 *	0.157 **	0.094 *	0.482	0.114 *	0.226 **	0.017
	(1.69)	(3.21)	(1.66)	(1.64)	(1.94)	(3.66)	(0.15)
Control	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Country_FE	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Year_FE	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
N	2560	2560	2560	416	2144	1280	1280
R ²	0.083	0.083	0.083	0.197	0.088	0.368	0.085

七、主要结论与政策建议

本文利用 2001—2016 年 160 个国家和地区的样本,检验了货币国际化对一国外部净资产变动的影 响,结果发现:第一,货币国际化对一国外部净资产变动有显著正影响,具体而言,货币国际化对估值效应的正向影响大于对经常项目的负向影响,从而整体上对一国外部净资产产生了正向影响。第二,本币国际化对一国外部净资产变动的影 响存在滞后影响,且影响在滞后一期达到最大,随后逐渐 衰减。第三,机制检验发现,本币国际化主要通过汇率机制影响一国外部净资产的变动,而非资产价格。第四,本币国际化对一国外部净资产变动的影 响存在异质性,在记账国际化程度更高、经济体量 更大以及发展中国家和地区,货币国际化能更显著地通过估值效应“隐性”增加一国外部净资产。

基于上述研究结论,本文的政策建议如下:第一,考虑到货币国际化对本国估值效应的改善促进了本国外部净资产的升值,外部净资产的正向利得有利于防范外部债务危机和增强债务可持续性,中国应该稳步推进人民币国际化政策,合理增加中国的“隐性”外部净资产。第二,在实施人民币国际化政策进程中,要充分发挥宏观调控的作用,充分发挥估值效应调整对于外部净资产的正影响机制,有利于增加我国在对外经济交往中的实际获益能力和国际影响力。第三,在实现人民币国际化的同时,要注重维持人民币汇率水平的稳定,避免因人民币过度升值造成资本外逃或抛售人民币资产,进而保证我国外部净资产和估值效应在合理范围内的稳步增长,增加中国在国际收支调整中的实际正收益。最后,在实施人民币国际化政策进程中,要重视我国资产和负债收益率的宏观调控,有效发挥资产价格对我国估值效应调整的促进作用。

注释:

①数据来源:EWN II 数据库。目前国内该数据库的公开数据仅到 2014 年,感谢 Lane 和 Milesi-Ferretti 提供的最新的包括全球 215 个国家和地区 1970—2016 年的外部净资产、经常项目差额和估值效应数据。

②2009 年中国的负向估值效应高达 3966.49 亿美元,完全抵消了由经常账户顺差带来的外部财富净增长。数据来源于 EWN II 数据库。

③货币错配指经济体因其外部资产和负债使用不同种类货币计值,出现货币结构不匹配的现象,影响其资产负债对币值变动的敏感程度。

④具体国家和地区留存备案。

⑤限于篇幅,本文所有稳健性检验结果留存备案。

⑥支付媒介职能以解决国际交易中的结算问题为主,是最基础的职能,能更充分地反映国际货币的需求。记账单位职能以解决跨国经济中的计价、标价问题为主,利用国际货币标价能够将商品的真实价格传递给各国经济参与者。价值储藏职能以解决跨期保值和价值投资等问题为主,解决跨国支付和危机应对。

参考文献:

[1] Obstfeld, M., Rogoff, K. The Intertemporal Approach to the Current Account[J]. Handbook of International Economics, 1995(3):1731—1799.

[2] Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970—2004[J]. Journal of International Economics, 2007, 73(2):223—250.

[3] Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries[J]. Journal of International Economics, 2001, 55(2):263—294.

[4] 程希, 舒艳. 估值效应波动——基于面板 VAR 的分析[J]. 国际金融研究, 2014(5): 88—96.

[5] Gourinchas, P. O., Rey, H. International Financial Adjustment[J]. Journal of Political Economy, 2007, 115(4):665—703.

[6] Curcuru, S. E., Thomas, C. P., Warnock, F. E. On Returns Differentials[J]. Journal of International Money and Finance, 2013, 36(36):1—25.

[7] Huang, X. Q., Liu, W., Wu, Y. Z. Currency Internationalization and Valuation Effects: Based on the Threshold Model[J]. Applied Economics, 2020, 52(49):5375—5398.

[8] Mishkin, F. S. Lessons from the Asian Crisis[J]. Journal of International Money & Finance, 1999, 18(4): 709—723.

[9] Lane, P. R., Shambaugh, J. C. Financial Exchange Rates and International Currency Exposures[J]. American Economic Review, 2010, 100(1):518—540.

- [10] 廖泽芳, 雷达. 全球经济失衡的利益考察——基于估值的视角[J]. 世界经济研究, 2012(9):3—10.
- [11] 罗纳德·麦金农, 冈瑟·施纳布尔, 霍丛丛, 洪郑冲, 宋晓丹. 中国的金融谜题和全球失衡[J]. 国际金融研究, 2009(2):34—46.
- [12] Bénétrix, A. S., Lane, P. R., Shambaugh, J. C. International Currency Exposures, Valuation Effects and the Global Financial Crisis[J]. *Journal of International Economics*, 2015, 96(1):98—109.
- [13] Obstfeld, M. External Adjustment[J]. *Review of World Economics*, 2004, 140(4):541—568.
- [14] Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2004, 86(4):841—857.
- [15] Caballero, R. J., Farhi, E., Gourinchas, P. O. An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates[J]. *American Economic Review*, 2008, 98(1):358—393.
- [16] Cardarelli, R. International Financial Adjustment: Evidence from the G6 Countries[R]. International Monetary Fund and University of Macedonia, 2007.
- [17] Gourinchas, P. O., Rey, H. External Adjustment, Global Imbalances, Valuation Effects[M]. Cambridge: *Handbook of International Economics*, 2014:35—38.
- [18] Devereux, M. B., Sutherland, A. Valuation Effects and the Dynamics of Net External Assets[J]. *Journal of International Economics*, 2010, 80(1):129—143.
- [19] IMF. World Economic Outlook-Globalization and External Imbalances[M]. Washington: IMF Multimedia Service Division, 2005:115—126.
- [20] Gourinchas, P. O., Rey, H. From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege[J]. *Journal of Experimental Education*, 2005, 24(4):303—307.
- [21] Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate[J]. *European Economic Review*, 2002, 46(6):1049—1071.
- [22] 肖立晟, 陈思翀. 中国国际投资头寸表失衡与金融调整渠道[J]. 经济研究, 2013(7):20—34.
- [23] Tille, C. The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt[J]. *Current Issues in Economics & Finance*, 2003 (9):1—7.
- [24] 齐天翔, 陈瑞, 林博. 亚洲国家估值效应波动分析[J]. 国际贸易问题, 2016(6):50—57.
- [25] Hartmann, P., Issing, O. The International Role of the Euro[J]. *Journal of Policy Modeling*, 2002, 24(4):315—345.
- [26] Kannan, P. On the Welfare Benefits of an International Currency[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2009, 7(5):588—606.
- [27] He, Q., Korhonen, I., Guo, J., et al. The Geographic Distribution of International Currencies and RMB Internationalization[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2016(42):442—458.
- [28] 贺力平. 估值效应和货币错配再定义: 兼论汇率风险概念的一个宏观经济新应用[J]. 国际金融研究, 2015(9):86—96.
- [29] 梅冬州, 龚六堂. 货币错配、汇率升值和经济波动[J]. 数量经济技术经济研究, 2011(6):37—51.
- [30] Aiyagari, S. R., Christiano, L. J., Eichenbaum, M. The Output, Employment, and Interest Rate Effects of Government Consumption[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2011, 30(1):73—86.
- [31] 宋科, 杨雅鑫, 苏治. 全球失衡条件下的货币政策传导机制: 基于估值效应视角[J]. 世界经济, 2021(4):54—83.
- [32] Eijffinger, S., Haan, J. *European Monetary and Fiscal Policy*[M]. Oxford: Oxford University Press, 2000:147—150.
- [33] Kim, K., Suh, Y. K. Dealing with the Benefits and Costs of Internationalization of Korea Won[J]. *Bis Papers Chapters*, 2009, 61(3):789—796.
- [34] Robinson, J. *Essays in the Theory of Employment*[J]. *Economica*, 1937, 4(16):669—752.
- [35] Klitgaard, T., Schiele, K. The Growing U.S. Trade Imbalance with China[J]. *Current Issues in Economics and Finance*, 1997, 3(7):1—6.
- [36] Zhang, Y., Wan, G. H. Correcting China's Trade Imbalance: Monetary Means Will Not Suffice[J]. *Journal of Policy Modeling*, 2008, (30):505—521.
- [37] Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. International Financial Integration[J]. *IMF Staff Papers*, 2003(50):82—113.

- [38] Kenen, P. B. The Euro versus the Dollar: Will There Be a Struggle for Dominance[J]. *Journal of Policy Modelling*, 2002, 24(4):347—354.
- [39] 李稻葵, 刘霖林. 人民币国际化: 计量研究及政策分析[J]. *金融研究*, 2008(11):1—16.
- [40] Chinn, M., Frankel, J. Why the Euro Will Rival the Dollar[J]. *International Finance*, 2008, 11(1):49—73.
- [41] 林乐芬, 王少楠. “一带一路”进程中人民币国际化影响因素的实证分析[J]. *国际金融研究*, 2016(2):75—83.
- [42] 刘威, 郭小波. 汇率波动对一国估值效应的非线性影响研究[J]. *世界经济与政治论坛*, 2018(3):128—151.
- [43] Mendoza, E. G., Quadrini, V., Ríos-Rull, J. V. Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances[J]. *Journal of Political Economy*, 2009, 117(3):371—416.
- [44] Chinn, M. D., Ito, H. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions[J]. *Journal of Development Economics*, 2006, 81(1):163—192.
- [45] 段文奇, 徐邦栋, 刘晨阳. 贸易便利化与企业出口产品质量升级[J]. *国际贸易问题*, 2020(12):33—50.
- [46] Lane, P. R., Shambaugh, J. C. Financial Exchange Rates and International Currency Exposures[J]. *American Economic Review*, 2010, 100(1):518—540.
- [47] Ghironi, F., Lee, J., Rebucci, A. The Valuation Channel of External Adjustment[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2015(57):86—114.
- [48] Persico, N., Postlewaite, A., Silverman, D. The Effect of Adolescent Experience on Labor Market Outcomes: The Case of Height[J]. *Journal of Political Economy*, 2004, 115(2):1019—1053.
- [49] Powell, D., Seabury, Seth. Medical Care Spending and Labor Market Outcomes: Evidence from Workers' Compensation Reforms[J]. *American Economic Review*, 2018, 108(10):2995—3027.
- [50] 范子英, 彭飞, 刘冲. 政治关联与经济增长——基于卫星灯光数据的研究[J]. *经济研究*, 2016(1):114—126.

Does Currency Internationalization Increase a Country's Net Foreign Assets: A Comparative Study Based on Valuation Effects and Current Account

LIU Wei ZHAO Zhihui

(School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: Based on the EWN II database sample of 160 countries and regions from 2001—2016, this article examines the impact of currency internationalization on the change in net foreign assets. It is found that firstly, currency internationalization has a significant positive effect on the net foreign assets changes. Specifically, the positive impact of currency internationalization on valuation effect is greater than the negative impact on current account, leading to the positive impact on a country's net foreign assets changes. Secondly, the mechanism test finds that local currency internationalization affects net foreign assets changes mainly through the exchange rate, rather than asset prices. Finally, the heterogeneity analysis shows that in countries with a higher degree of currency internationalization in the function of unit of account, countries with a larger economy and developing countries, domestic currency internationalization is more likely to increase net foreign assets. From the perspective of valuation effect, this paper provides policy suggestions for Chinese RMB internationalization decision-making and external asset management: As a developing country, China should properly promote the process of RMB internationalization, and increase the "invisible" net foreign assets through positive valuation effect.

Key words: Currency Internationalization; Net Foreign Assets; Valuation Effect; Current Account

(责任编辑:姜晶晶)