



《货币变局》读书报告

暨FDI、Portfolio网络分析

FUDAN UNIV **2019**
REPORT

小组成员：曹鸣远、侯昱晨、蒋昱东、朱笑妍、李佳珍

目录

1

《货币变局》读书报告

- ✓ 两种主导货币观点
- ✓ 旧观点的证明 | 1914年以前唯一国际货币：英镑
- ✓ 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱
- ✓ 未来猜想 | 二战以来美元一家独大之后

2

中国 FDI、Portfolio 中心性分析

- ✓ 中国 FDI 中心性分析
- ✓ 中国 Portfolio 中心性分析
- ✓ 趋势变化分析



《货币变局》读书报告

本节数据来源：《货币变局》

1.1 两种主导货币观点

- ✓ 普遍共识：主导地位的大国才能稳定全球经济
- ✓ 传统观点：只有一种真正的国际货币
 - ✓ 原理：网络的回报递增效应，有一个较大的基数客户群，因此形成天然垄断，甚至出现“锁定效应”，一旦成为国际货币便持续下去。
 - ✓ 传统观点认为，对于一个世界领先的经济大国而言，其货币承载了大部分国际交易，因此在流动性和交易成本上拥有显著优势，以至于可以获得天然垄断地位。

1.1 两种主导货币观点

- ✓ 新观点：多种国际货币并驾齐驱
- ✓ 两个实证
- ✓ 理论基础：“通道技术”，竞争性技术壁垒可以借助通道跨越，数据交换等，于是网络递增回报效应不那么明显，先发优势、持续性也不明显。

1.2 旧观点的证明 | 1914年以前唯一国际货币：英镑

- ✓ 大量集中的交易 使金融中心伦敦崛起
- ✓ 金融中心优势
 - ✓ 正反馈效应：更易获得流动性，网络外部性
 - ✓ 承销商的信息优势
 - ✓ 借款人信用的声誉优势

1.2 旧观点的证明 | 1914年以前唯一国际货币：英镑



英镑崛起

- ✓ 高度发达的银行体系，对英国投资有信心，黄金可以稳定兑换货币
- ✓ 黄金中心伦敦，黄金大部分流向伦敦
- ✓ 丰富的流动性资产，国债流通增多
- ✓ 英格兰银行可以向市场紧急投放流动性

1.2 旧观点的证明 | 1914年以前唯一国际货币：英镑

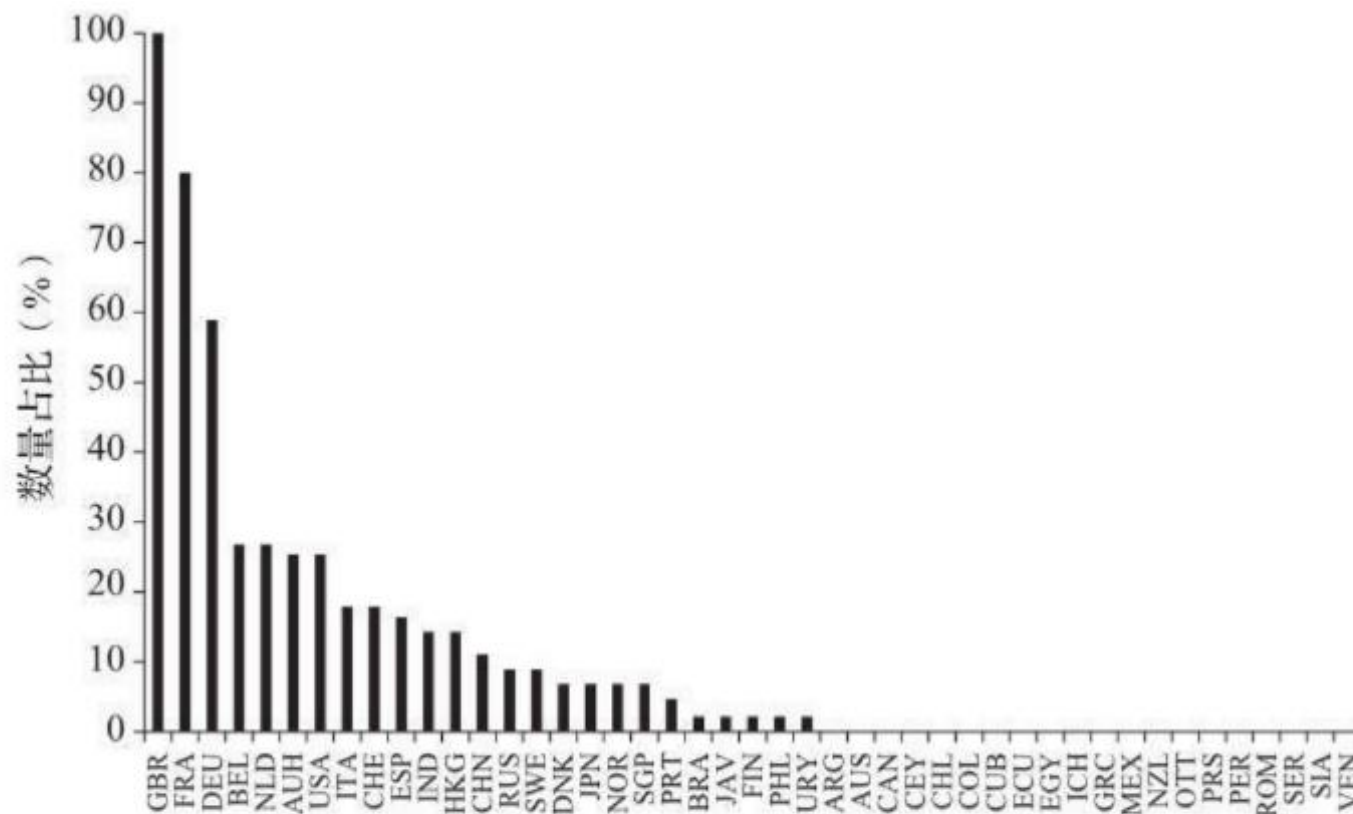


图2-1 1900年前后不同国家（地区）货币的交易市场比例（有交易的市场个数占外汇市场总数的比例）资料来源：Flandreau和Jobst（2005）。

1.2 旧观点的证明 | 1914年以前唯一国际货币：英镑

- ✓ 1914以前，美元在国际货币和金融事务中作用不大
 - ✓ 美国限制性的银行业立法、欠发达的金融基础设施以及英镑和其他欧洲国家货币的先发优势阻碍了美元发挥更大的作用；
 - ✓ 美国银行无法设立海外分支机构，找的代理行往往在伦敦，反而增强了伦敦地位；
 - ✓ 美国没有央行，无法托底。

1.2 旧观点的证明 | 1914年以前唯一国际货币：英镑



哲基尔会议的两件决定



设立美国联邦储蓄系统，拥有了第一家中央银行，它可以随时扮演做市商和流动性提供者的角色；



批准美国银行在海外设立分支机构，发起国际业务，这降低了美国贸易对于伦敦的依赖。



美元腾飞的契机：一战



美国从债务国变为债权国，这一点很大程度上归因于它在战争中的武器和军需物资的出口；



英国资本管制和汇兑管制，英镑兑换黄金停止，英镑贬值。

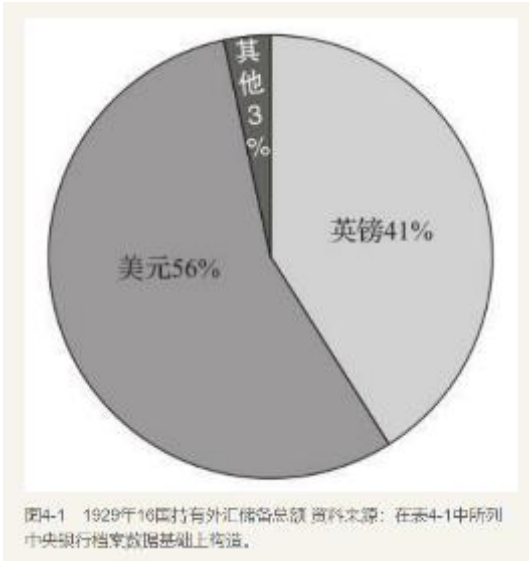
1.3 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱

- ✓

外汇储备
- ✓

本书统计的是这些国家和它们的中央银行。
- ✓

在1929年，全球已经有两种真正意义上的储备货币，就是英镑和美元，我们可以看到，在以上表4-1国家中，美元的外汇储备已经超过了英镑。



国家	来源	时期	估值方法
黄金集团			
法国	法兰西银行	1928 ~ 1939 年	市场汇率
意大利	Collana Storica	1920 ~ 1939 年	市场汇率
瑞士	瑞士国家银行	1920 ~ 1939 年	
荷兰	荷兰银行	1920 ~ 1931 年	市场汇率
中欧			
奥地利	奥地利银行	1923 ~ 1929 年、1932 ~ 1937 年	市场汇率
捷克斯洛伐克	捷克斯洛伐克银行	1921 ~ 1938 年	市场汇率
罗马尼亚	罗马尼亚银行	1929 ~ 1934 年、1937 年	市场汇率
英镑区			
丹麦	丹麦银行	1919 ~ 1939 年	账面汇率
芬兰	芬兰银行	1921 ~ 1938 年	账面汇率
挪威	挪威银行	1920 ~ 1939 年	账面汇率
葡萄牙	葡萄牙银行	1931 ~ 1939 年	账面汇率
瑞典	瑞典央行	1926 ~ 1939 年	市场汇率
其他欧洲国家			
西班牙	西班牙银行	1920 ~ 1936 年	市场汇率
拉丁美洲			
巴西	财政稳定报告	1927 ~ 1929 年	账面价值与有数据可查日期的固定汇率一致
哥伦比亚	智利银行	1926 ~ 1929 年、1932 ~ 1933 年、1936 ~ 1939 年	市场汇率
智利	共和国银行	1923 ~ 1939 年	市场汇率
亚洲			
日本	日本银行	1920 ~ 1939 年	市场汇率

注：意大利算作黄金集团的一部分。

1.3 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱

✔ 外汇储备

✔ 法国在1928-1938的外汇和黄金储备，可以看到1929-1931年美元的储备超过了英镑。

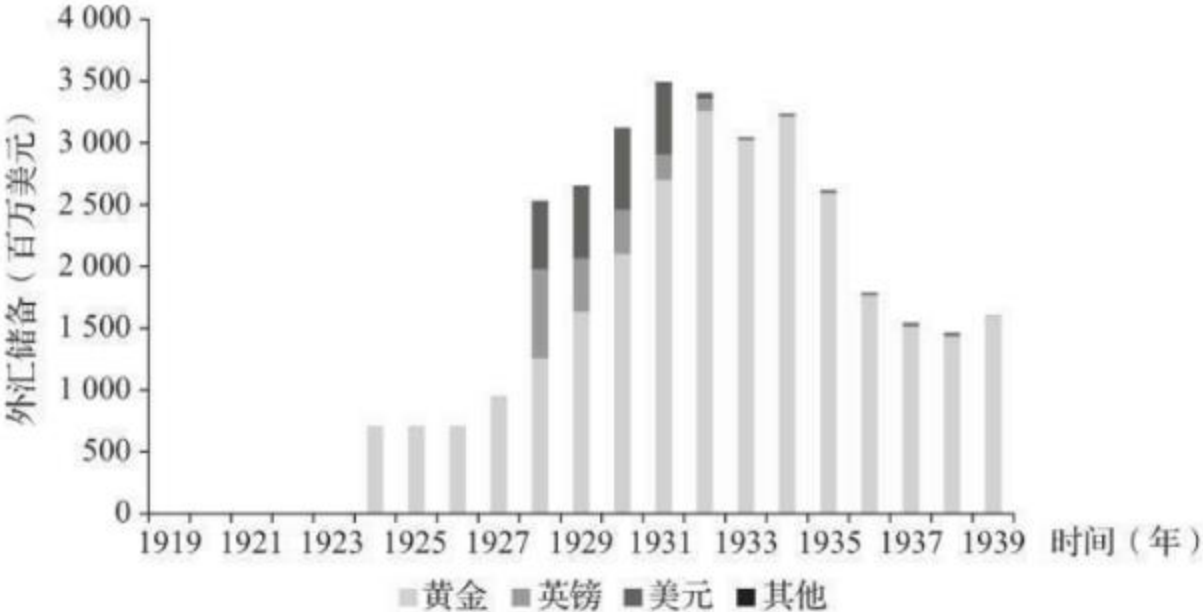


图4-3 1928-1939年法国的外汇及黄金储备
注：1924~1927年没有外汇储备的数据。
资料来源：法兰西银行档案。

1.3 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱

✔ 外汇储备

✔ 在这些国家中，美元在外汇储备量上赶上英国都是20世纪20年代就已经发生的事。

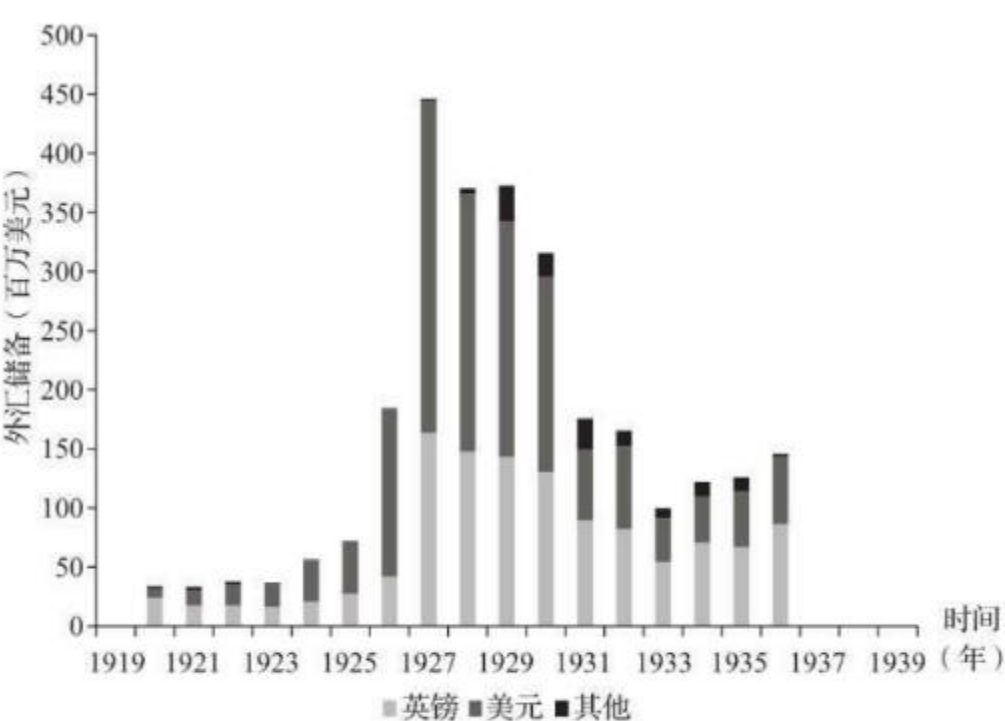


图4-4 1920-1936年意大利、挪威、西班牙和瑞士四国外汇储备构成
资料来源：在表4-1中所列中央银行档案数据基础上构造。

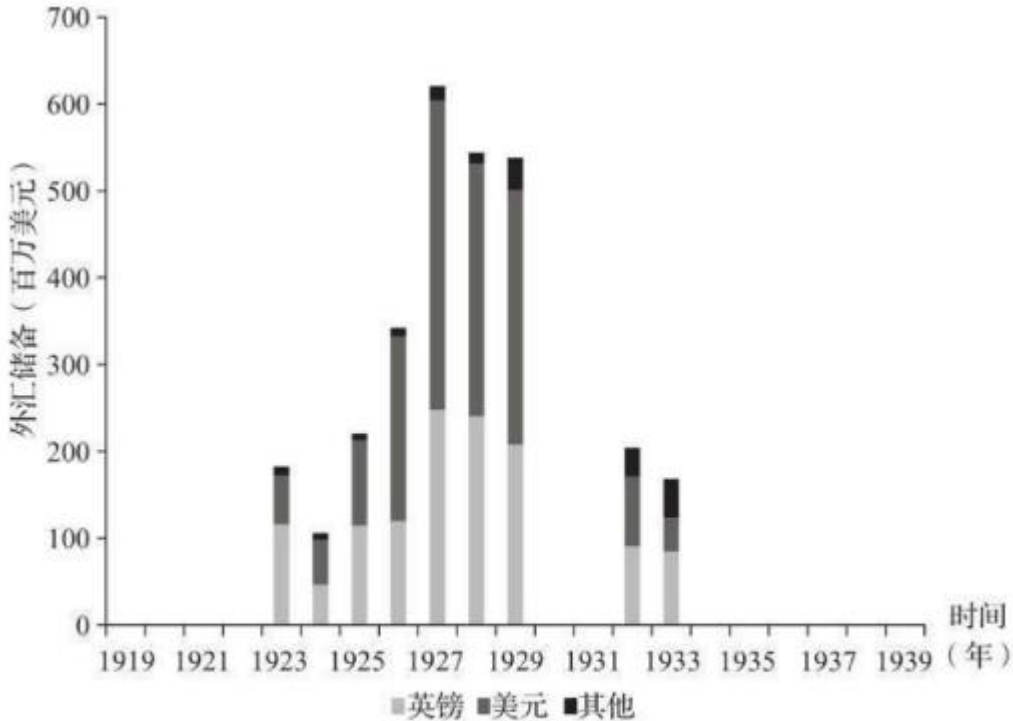


图4-5 1923-1933年九国外汇储备（捷克斯洛伐克、丹麦、芬兰、意大利、日本、挪威、葡萄牙、西班牙和瑞士）
资料来源：在表4-1中所列中央银行档案数据基础上构造。

1.3 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱

✓ 贸易信贷

- ✓ 只有在容量最大、流动性最强的金融市场中，贸易信贷成本可能是最低的，而该市场之所以具有这种容量和流动性，是因为进口商和出口商都在这里开展贸易融资。因此，贸易信贷市场的网络递增回报效应非常明显。
- ✓ 伦敦市场的优势：
商人银行多；大而活跃的二级市场；最后做市商降低成本（英格兰银行可以随时为票据贴现）。
- ✓ 给伦敦带来的好处显而易见：
大家都习惯以英镑交易，许多交易在伦敦进行，伦敦金融中心的地位变得重要；在伦敦交易要给伦敦的银行交费用，称为“进贡”。

1.3 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱



贸易信贷



美国市场的劣势：

监管禁令和制度限制，美国银行禁止在国外设立分支；美国缺乏一家中央银行充当最后做市商。

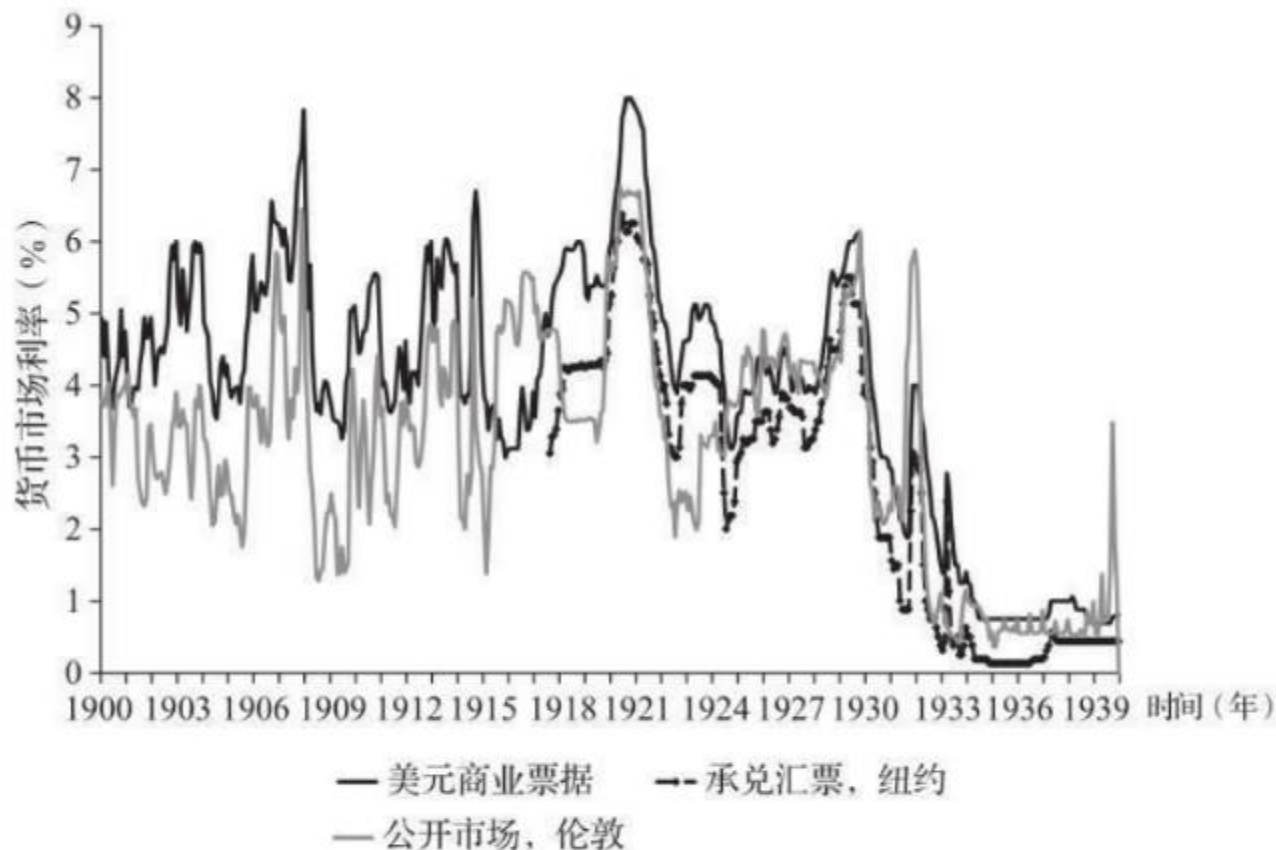


图5-1 1900~1939年伦敦和纽约货币市场利率

资料来源：美联储统计及《承兑汇票公告》。

1.3 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱

✓ 贸易信贷

- ✓ 两者走向交替发展，1922年以后伦敦与纽约官方与市场利率间的利差很接近。

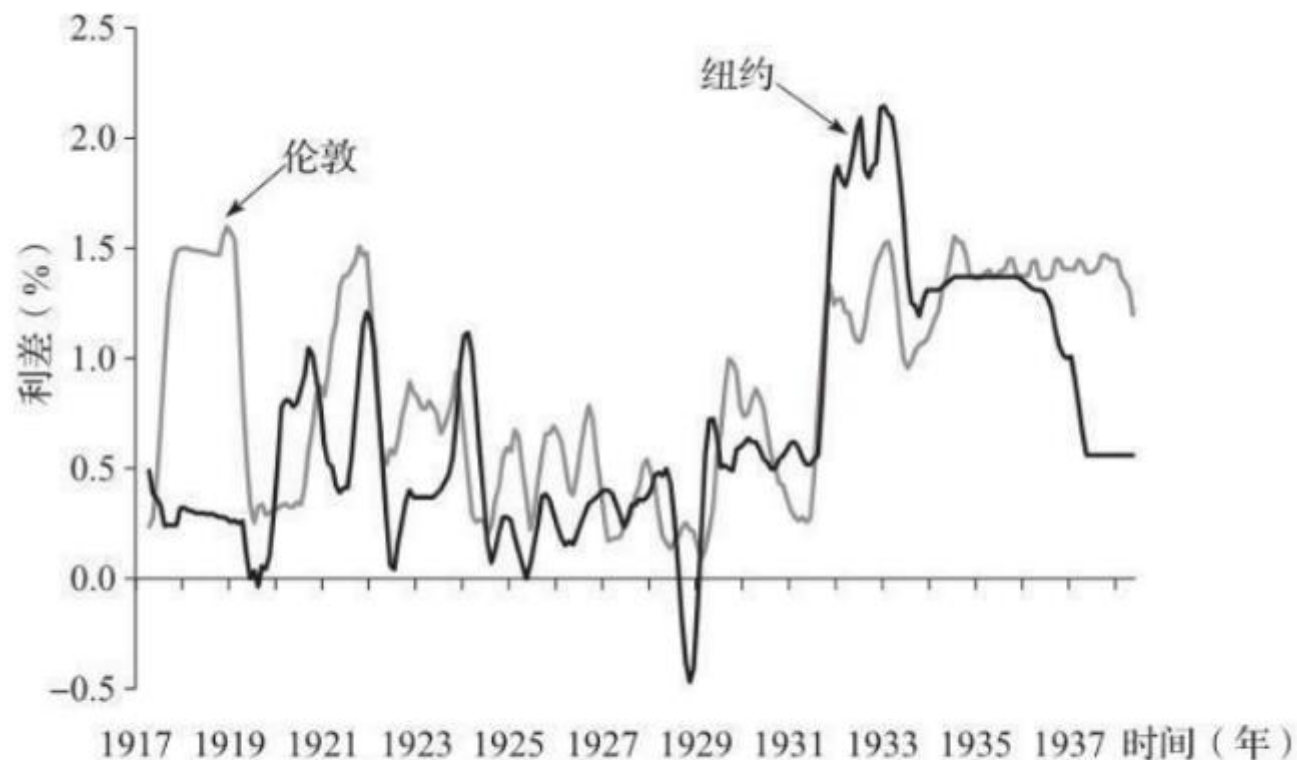


图5-3 1917~1939年伦敦和纽约官方及市场利率之间的利差
资料来源：美国国民经济研究局历史宏观数据库。

1.3 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱



贸易信贷



美联储作为做市商，采取干预性更强的政策

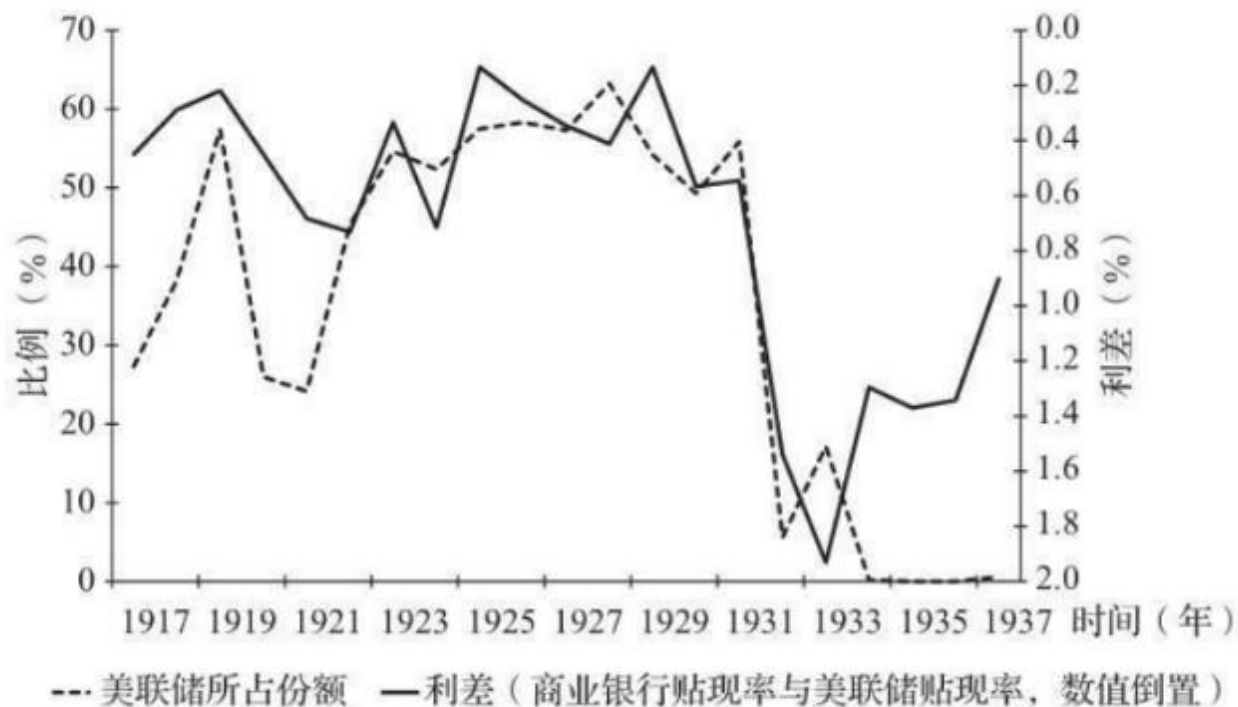


图5-5 1917~1939年美联储在承兑汇票市场所占份额(左轴)与相对利率(右轴)

注: 数据为年化数据。

资料来源: 作者根据美联储统计计算。

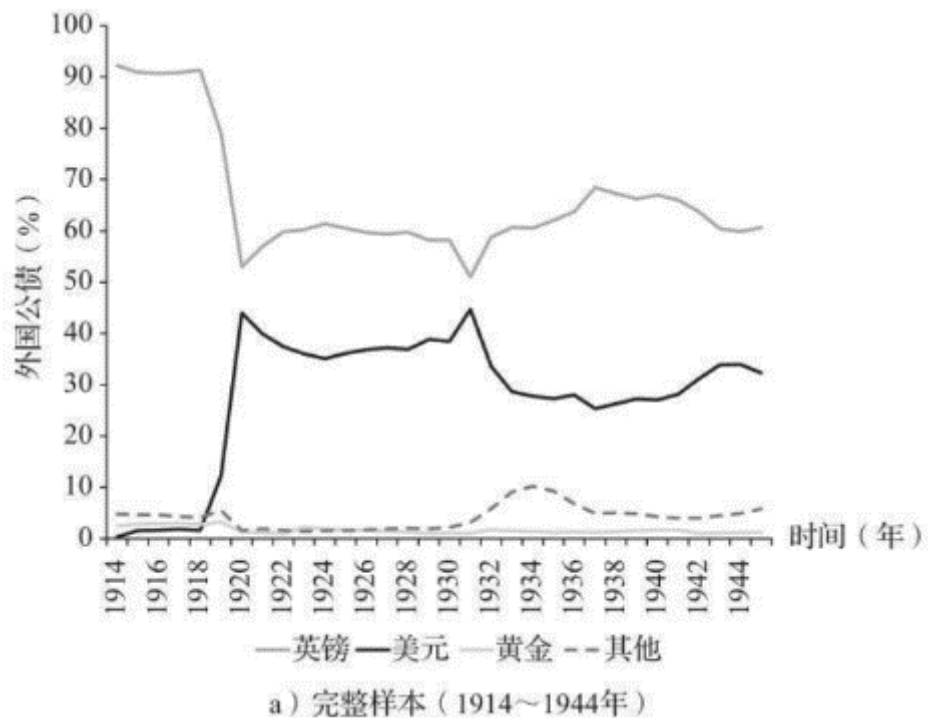
1.3 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱



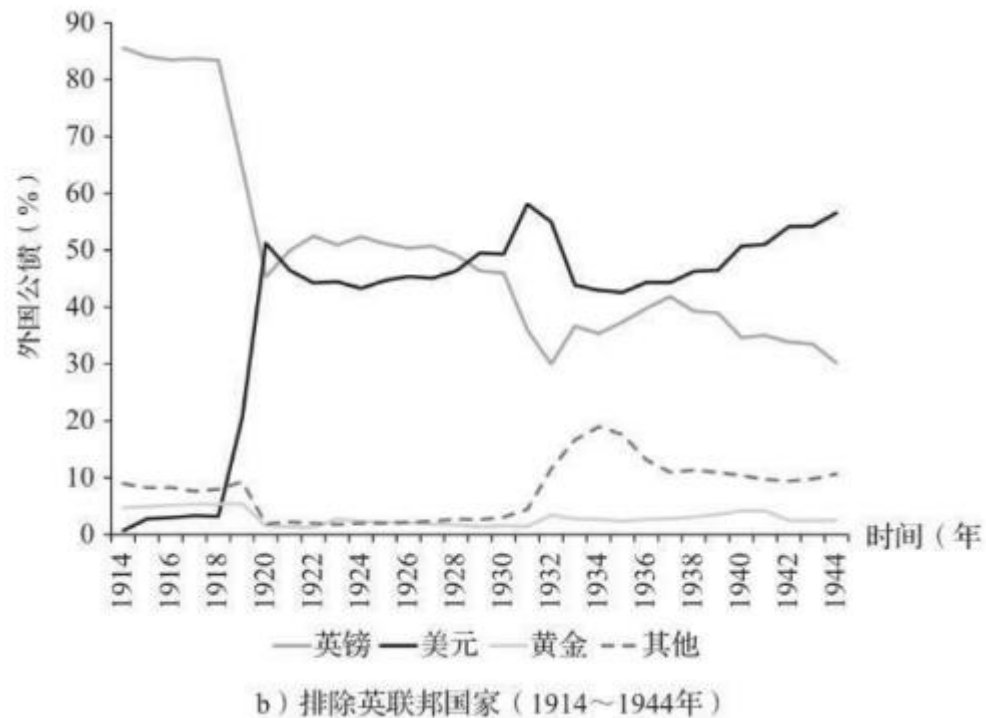
债券市场



按照当期汇率计算份额



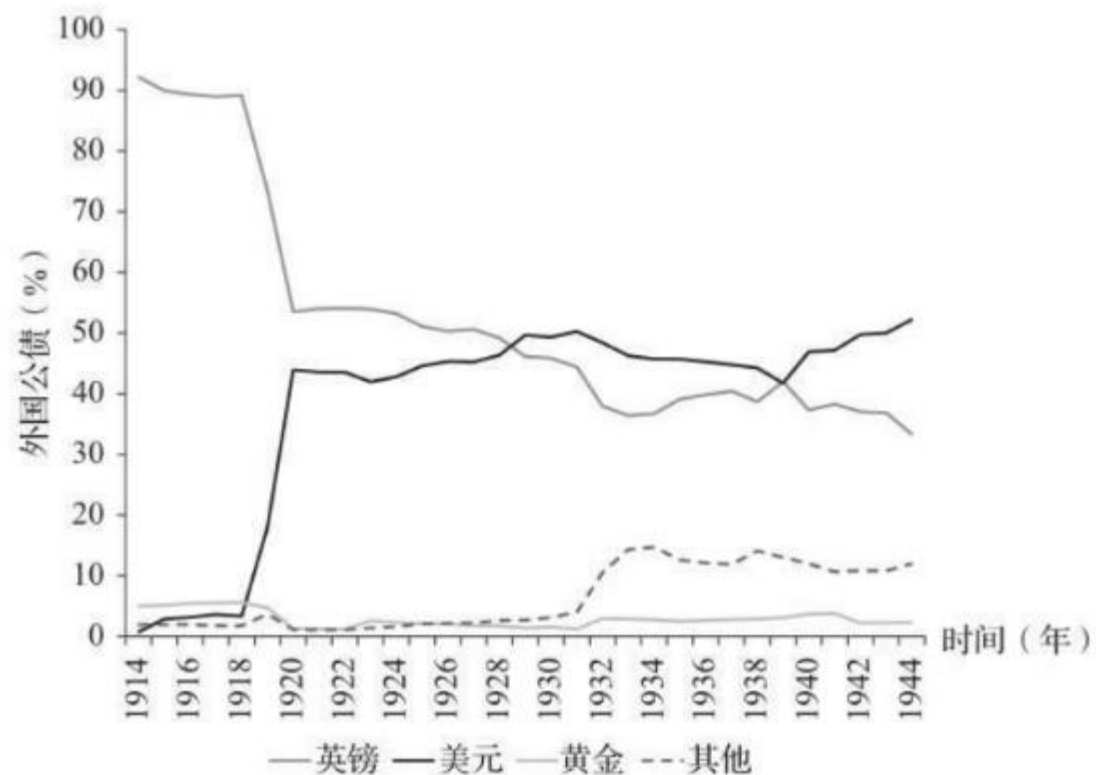
33个国家完整样本的外国公债全球存量



去掉澳大利亚、加拿大、印度、新西兰、南非5个英联邦国家之后，发现美元变强的时间明显提前。

1.3 新观点的证明 | 英镑与美元并驾齐驱

- ✓ 债券市场
 - ✓ 按照不变汇率计算相关份额，并去除1931年英镑贬值和1933年美元贬值的影响



a) 按不变汇率 (1930年年底) 计算 (包括法国)

1.4 未来猜想 | 二战以来美元一家独大之后

- ✅ 美元始终是主导货币，但网络效应减弱。
- ✅ 原因：近几十年来网络效应似乎已经减弱，这与金融技术进步降低货币交易成本并鼓励投资组合多样化的观点相一致。

1.4 未来猜想 | 二战以来美元一家独大之后



外汇储备货币组成，当期汇率 & 不变汇率

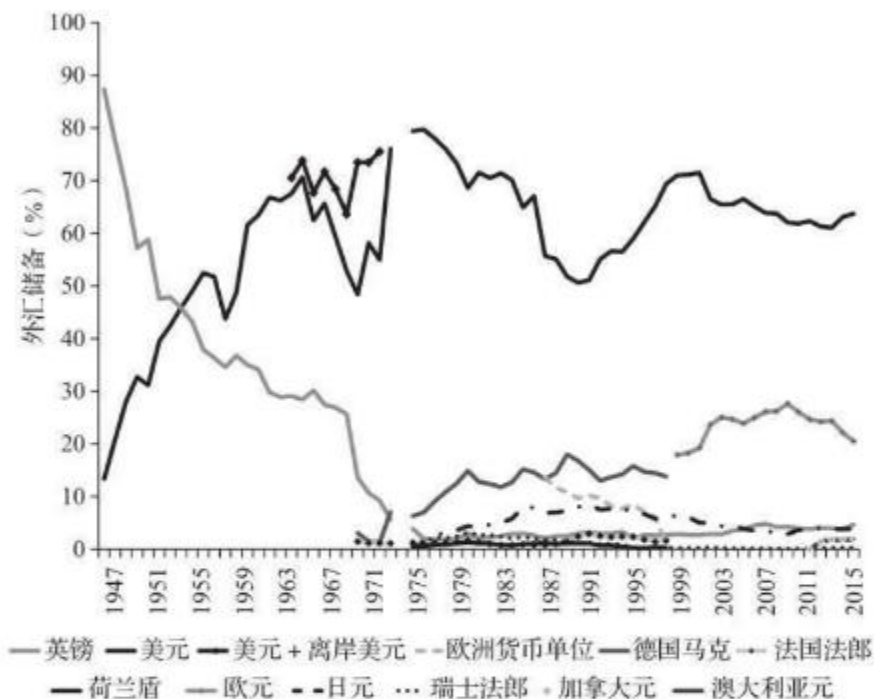


图7-1 1947~2015年全球已披露信息的外汇储备货币构成

注：各货币份额是根据1947~1969年、1999~2015年以美元计价的金额以及1970~1972年以特别提款权（SDR）计价金额计算得出的。国际货币基金组织在其年度报告中直接提供了1973~1999年各货币所占份额（基于特别提款权估值）。从1979年开始，基金组织将以美元为基础发行的欧洲货币单位（ECU）的SDR值增加到美元储备的SDR金额中；1987年之后，ECU被视为一个单独的货币单位。这里报告的货币份额不包括1994年以后的未分配外汇储备（样本期间结束时约占外汇储备总额的约40%）。

资料来源：作者在国际货币基金组织数据和信息来源基础上的计算结果。

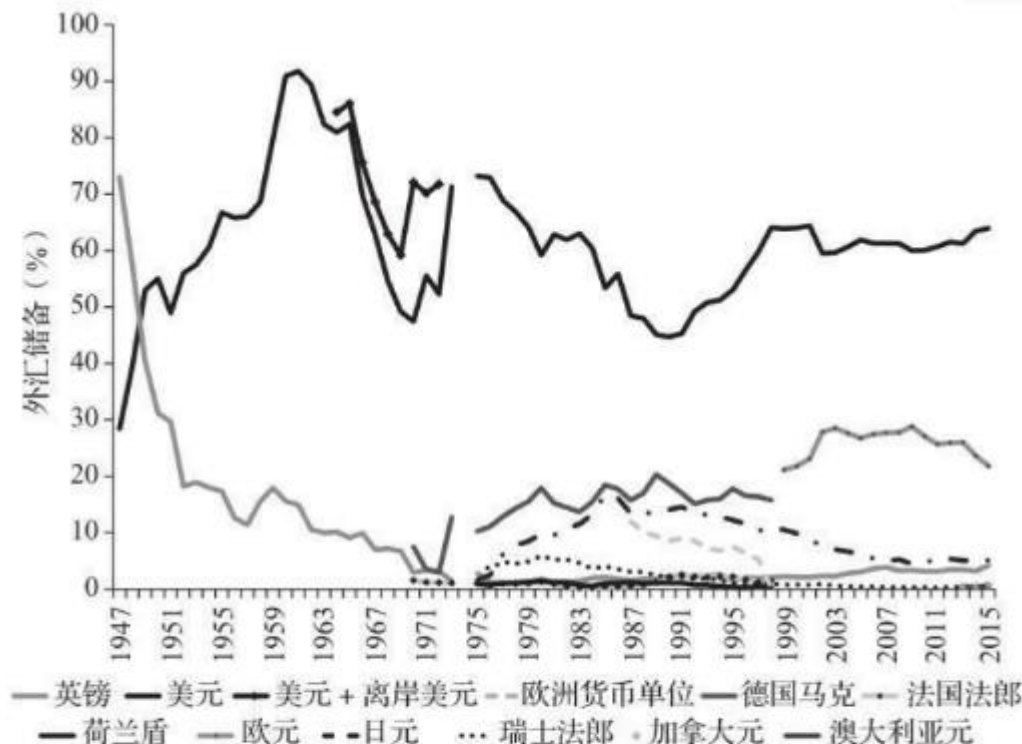


图7-2 1947~2015年全球已披露信息的外汇储备货币构成，以不变汇率计算

注：参见图7-1。使用不变汇率计算货币份额用的是国际清算银行的方法，并以2012年作为基础年份，参见Wong（2007）。这里报告的货币份额不包括1994年以后的未分配外汇储备（样本期间结束时约占外汇储备总额的40%），如图7-1注释所述。

资料来源：作者在国际货币基金组织数据和信息来源基础上的计算结果。

1.4 未来猜想 | 二战以来美元一家独大之后

- ✓ HH 指数：变化区间 $[0, 1]$ 。越接近于 0，各国货币势力越平均；反之则有主导货币势力。

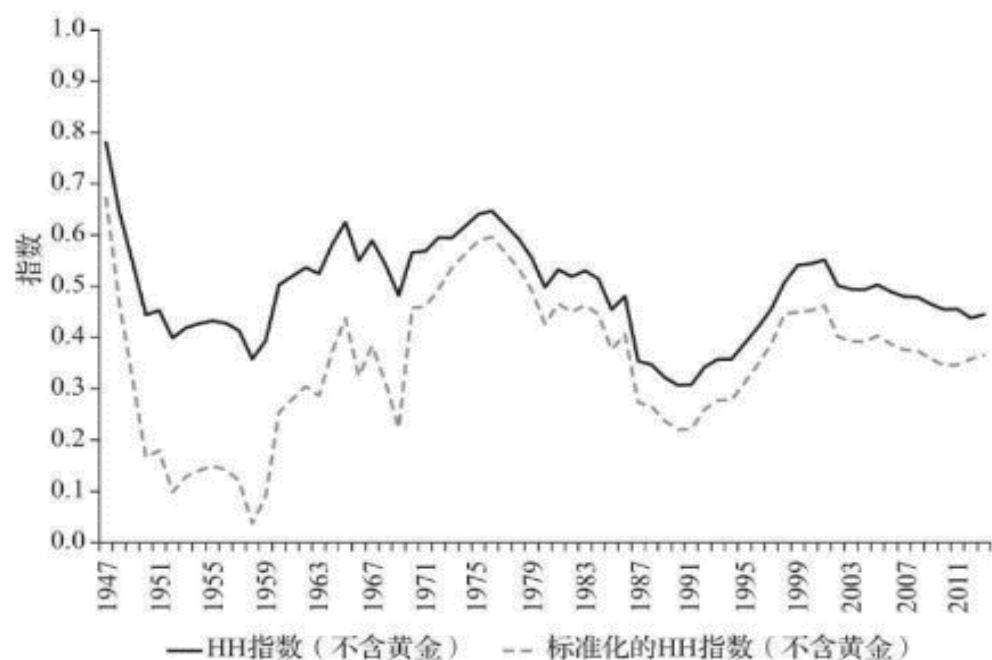


图 7-3 1947 ~ 2013 年全球已披露信息的外汇储备货币集中度

图7-3 1947-2013年全球已披露信息的外汇储备货币集中度

注：根据1947年以来全球外汇储备货币构成计算的基础和标准化的HH指数（即储备货币份额平方之和，就标准化指数而言，系按照每年货币种数进行标准化）。指数为1意味着垄断市场；指数为0意味着充分竞争市场。

资料来源：作者在国际货币基金组织数据和信息来源基础上的计算结果。

1.4 未来猜想 | 二战以来美元一家独大之后



英镑衰落



政治因素



网络效应。放缓了英镑的衰退，但长期看它还是没能阻止。

1.4 未来猜想 | 二战以来美元一家独大之后

- ✓ 有关人民币的事实和建议
 - ✓ 促进人民币国际化的多元策略
 - ✓ 金融市场发展不充分
 - ✓ 可信的承诺

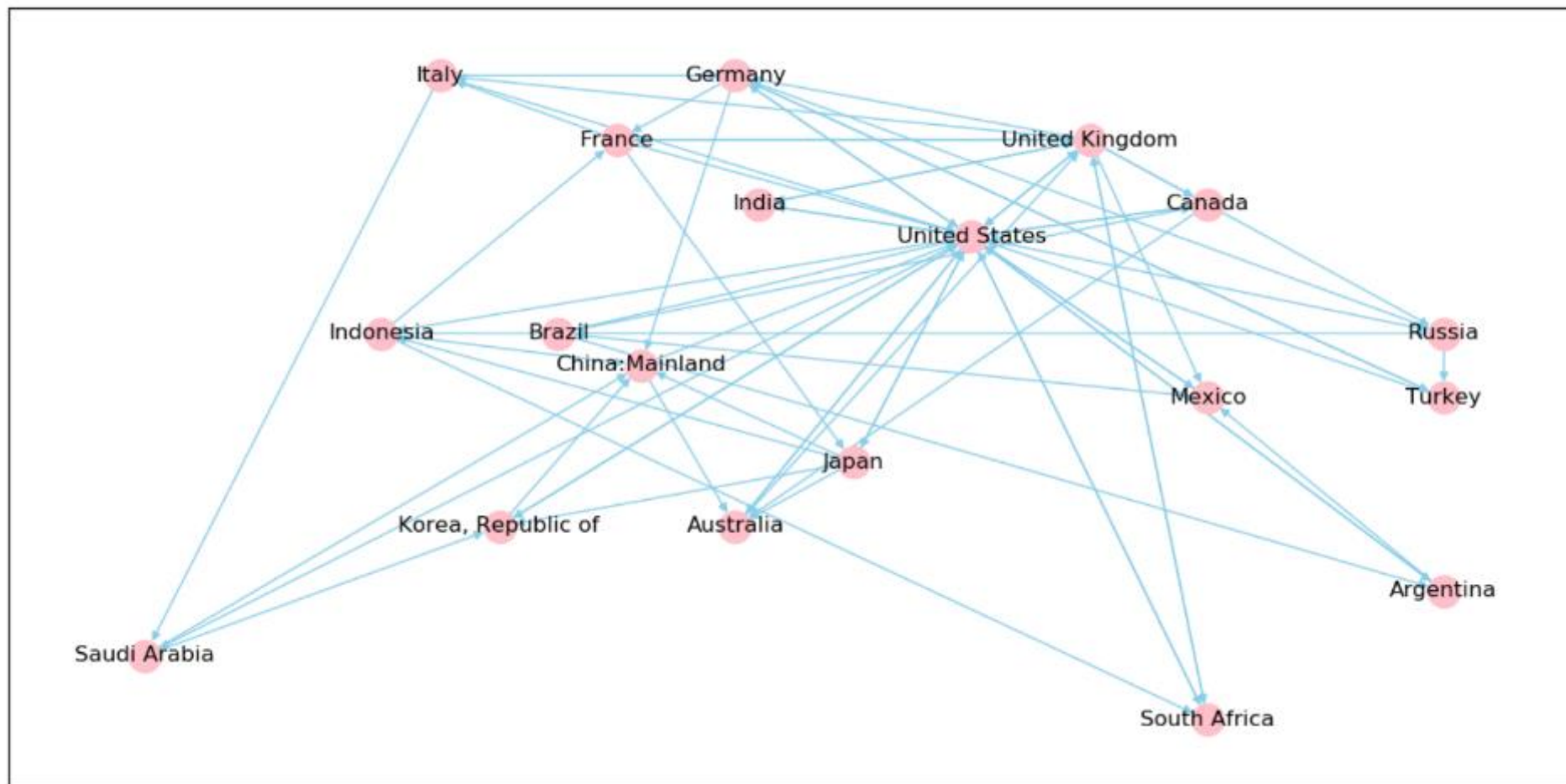


中国 FDI、Portfolio 中心性分析

本节数据来源：IMF网站CDIS、CPIS数据库。

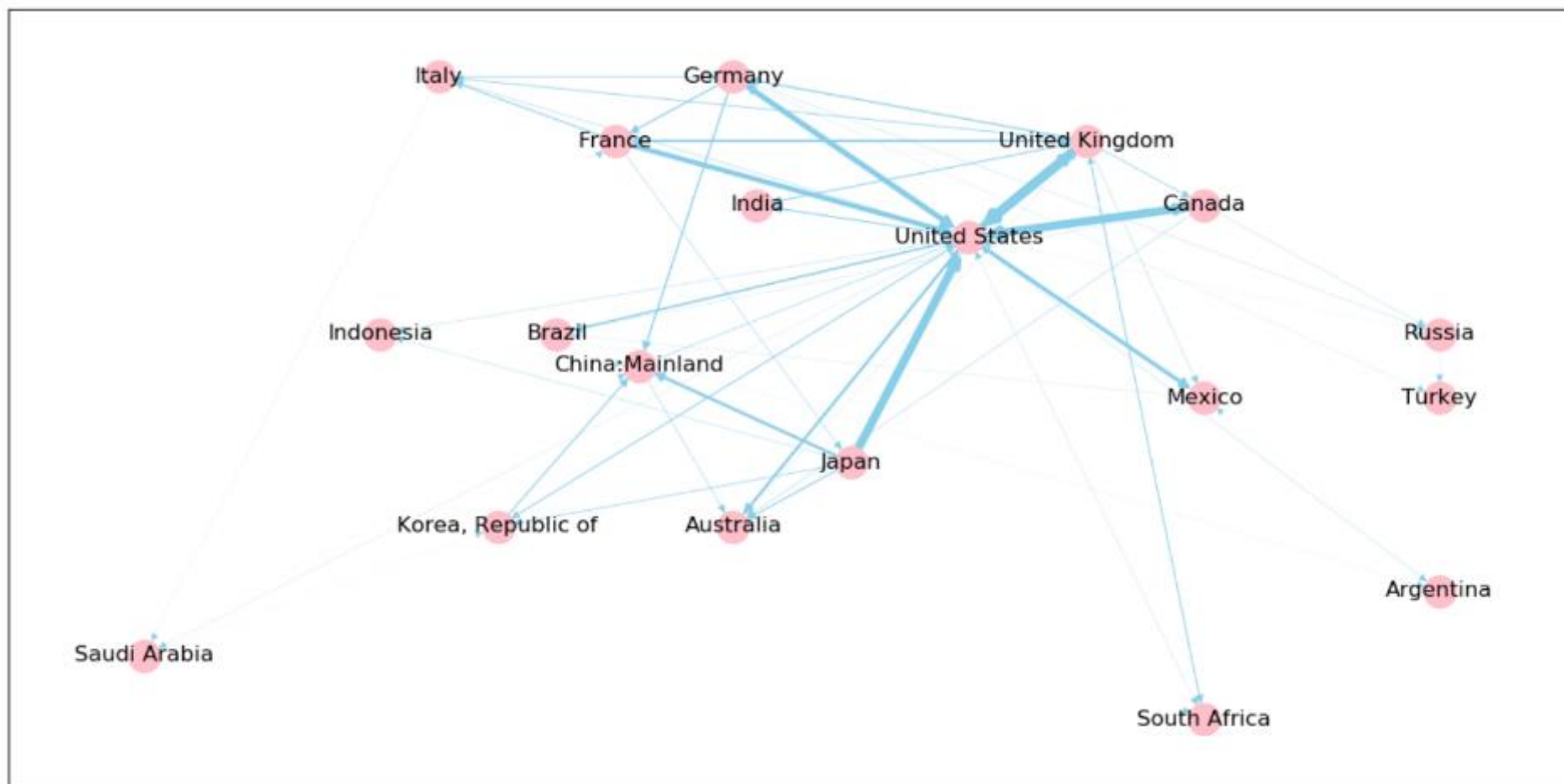
2.1 中国 FDI 中心性分析

✓ 未附加权重的 FDI 网络（2017年数据）



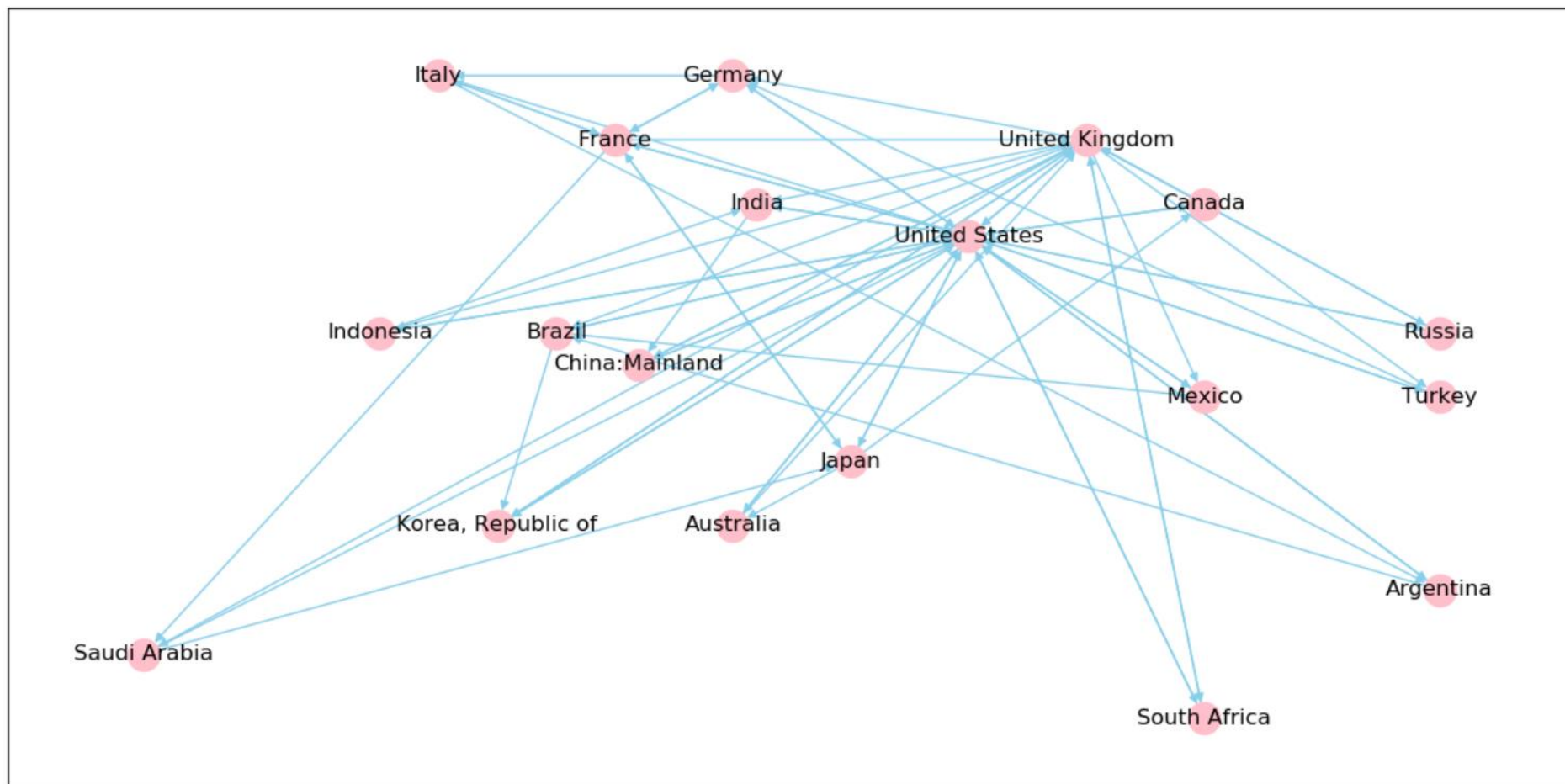
2.1 中国 FDI 中心性分析

✓ 附加权重的 FDI 网络（2017年数据）



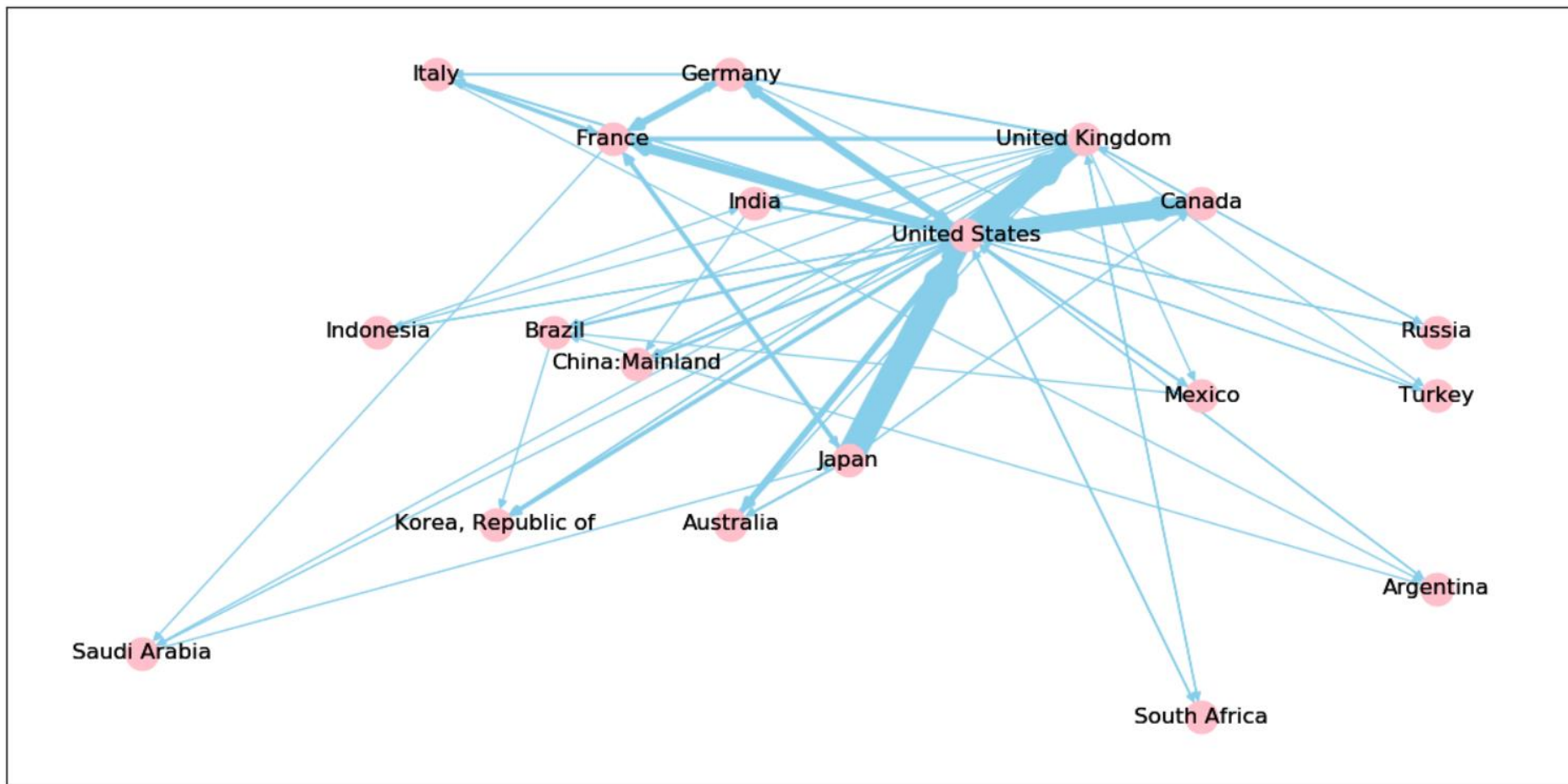
2.2 中国 Portfolio 中心性分析

✓ 未附加权重的 Portfolio 网络（2018年数据）



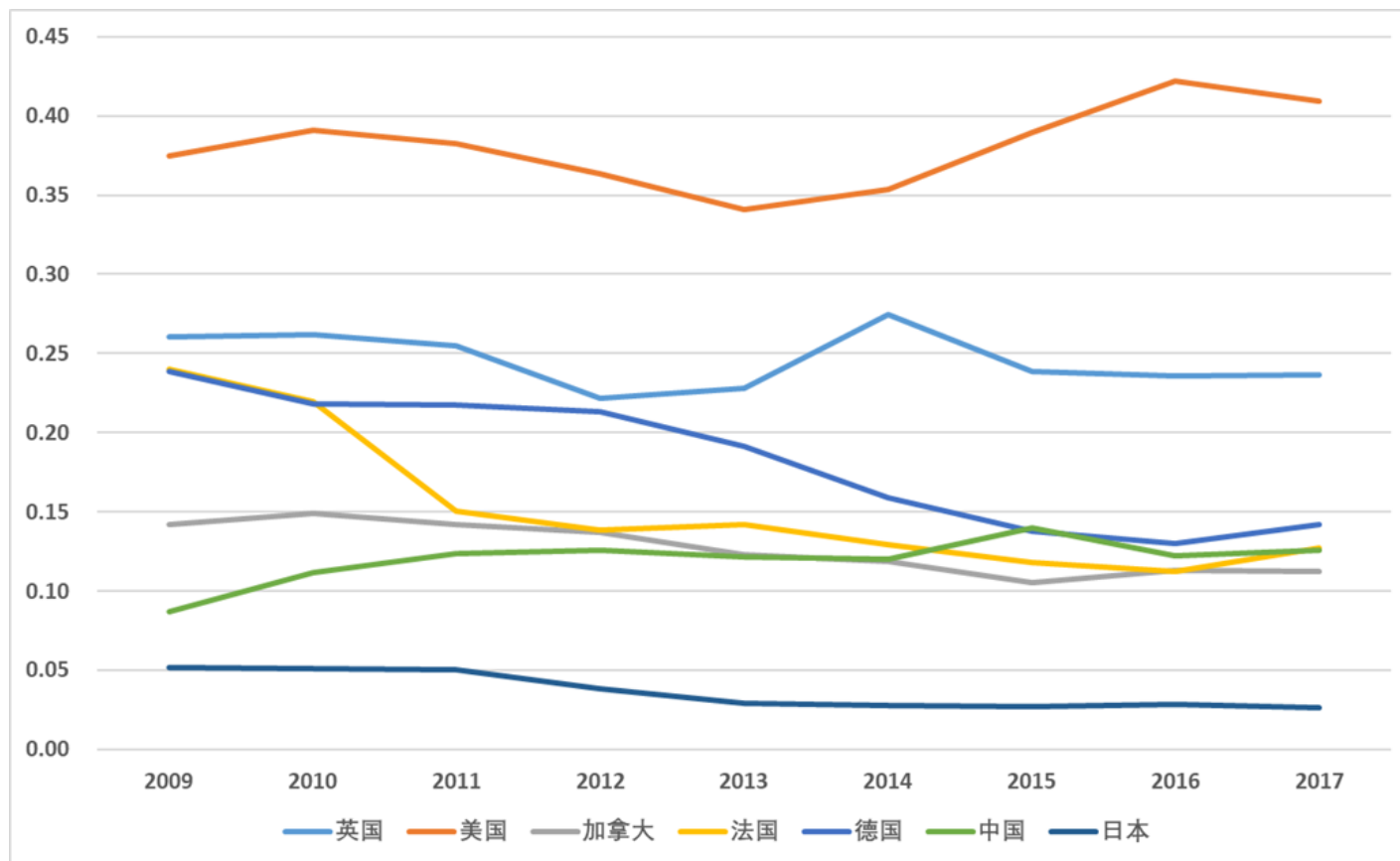
2.2 中国 Portfolio 中心性分析

✓ 附加权重的 Portfolio 网络（2018年数据）



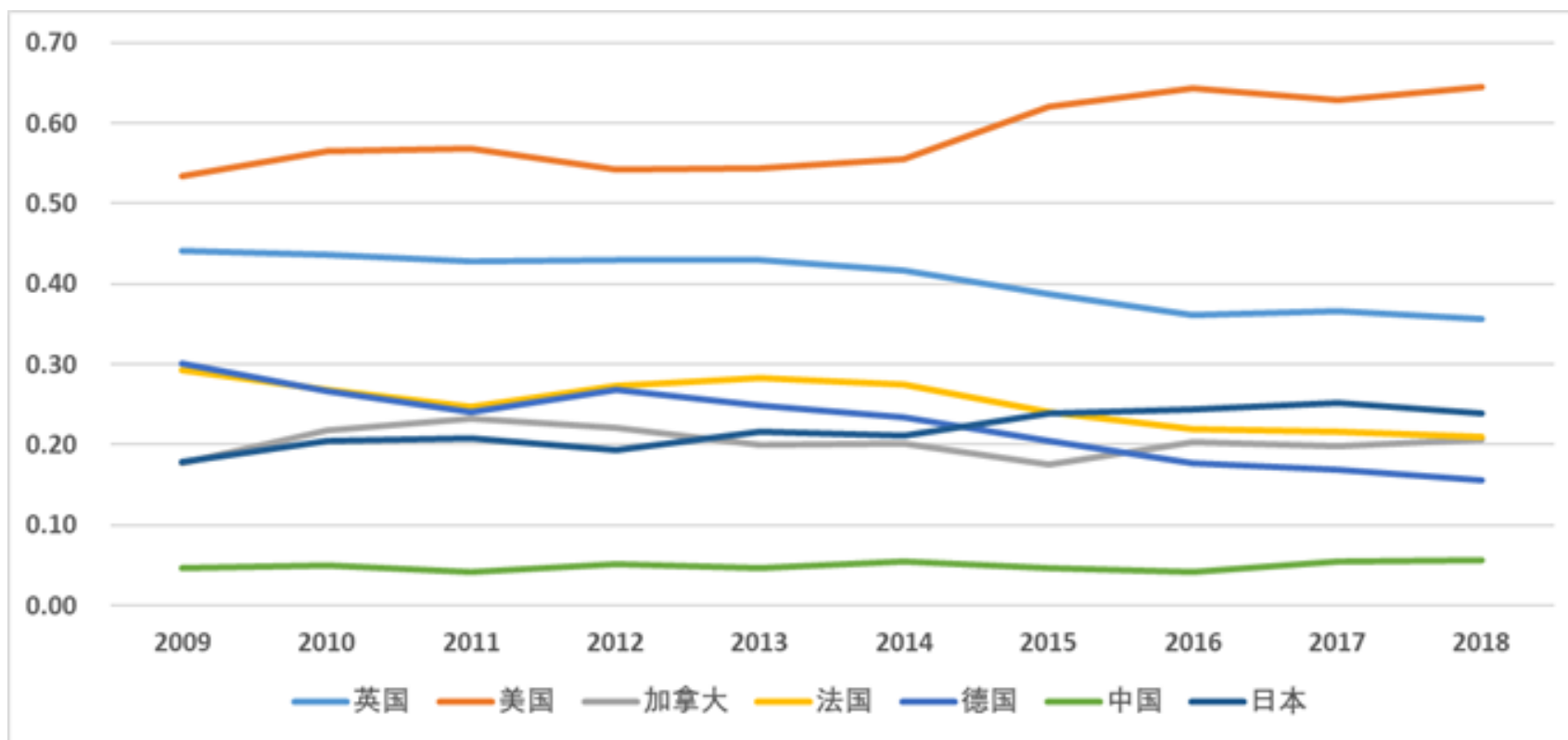
2.3 趋势变化分析

✅ FDI 网络特征向量中心性变化趋势（某节点的特征向量中心性刻画了其在网络中有多少个重要的朋友）



2.3 趋势变化分析

✅ **Portfolio** 网络特征向量中心性变化趋势（某节点的特征向量中心性刻画了其在网络中有多少个重要的朋友）



参考文献

- ✓ 《货币变局》, Barry Eichengreen, Arnaud Mehl, Livia Chitu著, 符荆捷译. 机械工业出版社 2019 年版.
- ✓ 《社会网络分析方法与实践》, Maksim Tsvetovat, Alexander Kouznetsov著, 王薇, 王成军, 王颖, 刘璟译. 机械工业出版社 2013 年版.
- ✓ 数据来源: 《货币变局》、IMF网站CDIS、CPIS数据库。



THANKS

2019 / 12 / 17