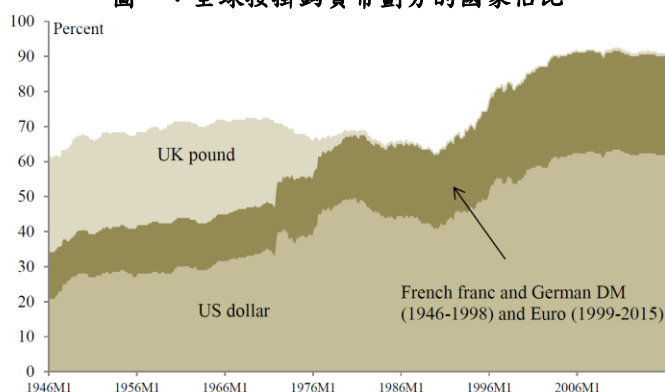


《信報》專欄〈一名經人〉

說是浮動實掛鈞 美元始終無敵手

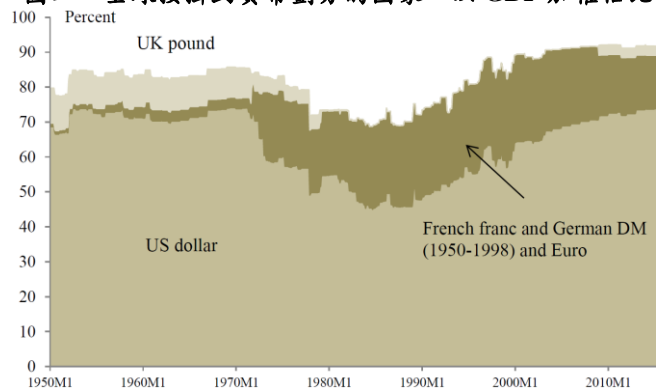
近期美元轉弱，固然，是週期性的。雖然幾大貨幣的基本因素鬥差、銀紙則鬥印，匯價相對強弱有限，但見比特幣價愈升愈急，難免再令人反思美元的長遠價值。於此，*This Time is Different* 的作者們聯同另一學者，做了一次大規模全球跨時空的匯制點算，包括戰後至今七十年共近二百個國家的匯制及所掛鈞貨幣（見參考）。今看看其結果。

圖一：全球按掛鈞貨幣劃分的國家佔比



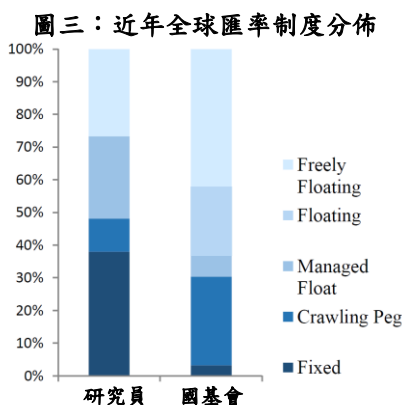
按全球各國所掛鈞的貨幣看，若純數國家比例，可見1970年即金本位倒台以前，掛英鎊和掛美元的相若，掛歐美大幣者共佔七成【圖一】。今天，掛美元的國家倍增，昔日英鎊兩成幾佔比被歐元取代；而掛歐美大幣的國家佔比在1990年代後升至九成。不過，國家強弱可以懸殊得很，如將剛述分佈不是純數國家數目而按GDP比例加權，則見美元的地位其實一直都壓倒性強，金本位倒台前佔七成，今天也佔七成【圖二】。1980年代後期的歐洲匯率機制和後來歐元的形成，看來沒對美元地位構成長線威脅。

圖二：全球按掛鈞貨幣劃分的國家，以GDP加權佔比

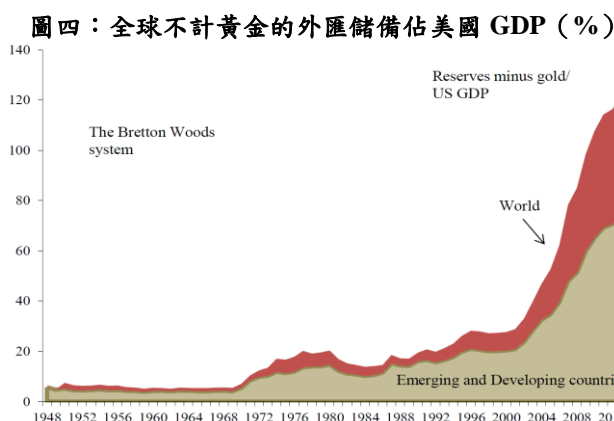


從上亦見另一現象，就是從來掛鈞國家都佔大多數，起碼近年就高達九成。不過，這跟官方數字頗有出入。全球絕大多數國家每年都會向國基會匯報所採用的匯率制度，

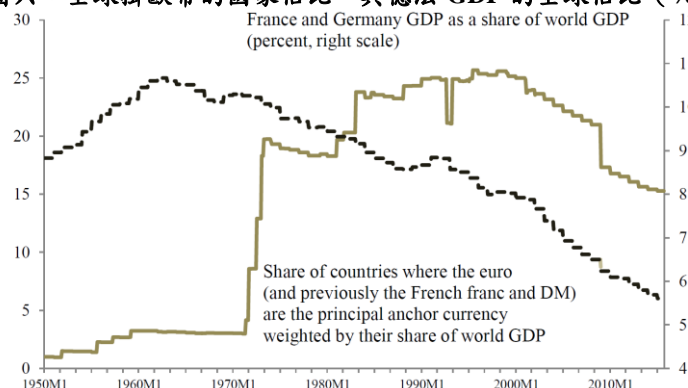
由完全浮動到完全固定分為五類。然而，研究員發現，雖然上報完全浮動的佔逾四成，而完全固定則不足半成，但實際上完全浮動的不足三成，完全固定的竟近四成【圖三】。這個現象稱為害怕浮動（fear of floating），廿年前已有研究指出，今只更新最新狀況。當各國皆驚浮而掛時，被掛的大幣自然愈有市場。不過，這驚的背後到底有何原因？



自歐元面世後不久，全球各國持黃金以外的外匯儲備在十餘年間暴升，由佔 GDP 不到三成升到一倍以上【圖四】。假使各國都在搶購歐元的話，圖二的歐元佔比應升，而圖一的更應大升才對，但實際上並不然。觀乎這段時期內的儲備大升一半來自新興，而高峯期在幾年前，可以推斷這是 2000 年代先進、新興的單邊貿易大失衡所導致的。

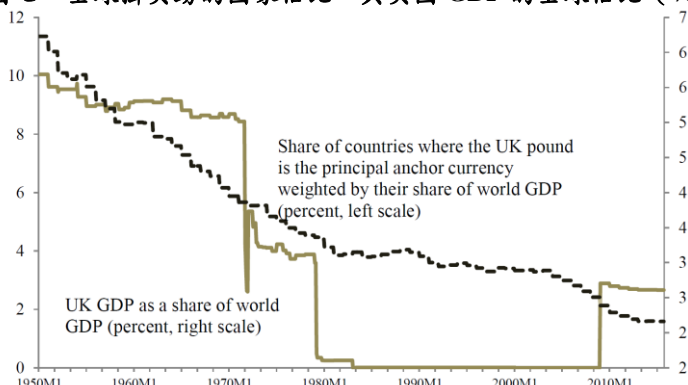


圖六：全球掛歐幣的國家佔比，與德法 GDP 的全球佔比 (%)

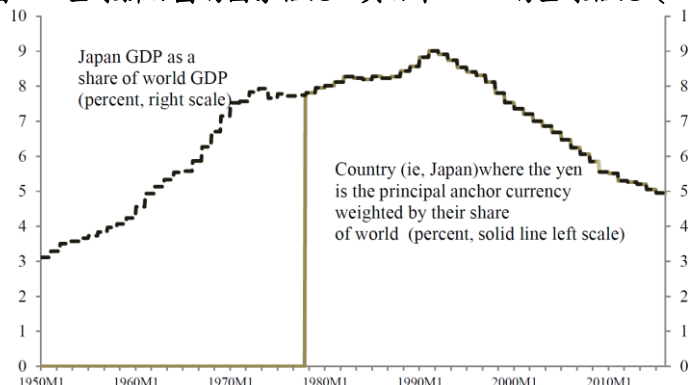


而事實上，各國在這段時期累積最多的是美元。比較四大幣被其他貨幣掛鈎佔比，及這四大幣國 GDP 的全球佔比可見，近卅餘年以來，歐、英、日幣被掛鈎的佔比趨跌，而這三國的 GDP 全球佔比亦對應下跌，可謂合理；但美國則剛相反，GDP 佔比趨跌，但其貨幣的全球掛鈎佔比則不跌反升【圖五至八】。而這現象早在歐債危機前已出現。

圖七：全球掛英鎊的國家佔比，與英國 GDP 的全球佔比 (%)



圖八：全球掛日圓的國家佔比，與日本 GDP 的全球佔比 (%)



今文所見，全球一體化令早年貿易大增，結果是多國皆怕浮動而說浮動，實掛鈎。雖然此象自 1990 年代起才明顯，但取得優勢的不是剛冒起的歐元，而是傳統的美元！

參考：Ethan Ilzetki, Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff (2017), “Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?” NBER Working Paper No. 23134, Feb.

羅家聰
環球金融市場部