

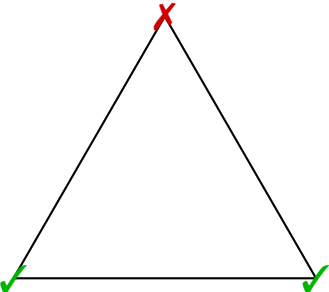






# 文章结论

汇率稳定



货币政策独立性

资本自由流动

- 资本开放 + 货币政策独立性  $\Rightarrow$  牺牲汇率稳定。
- 通过积累巨额外汇储备作为一种“缓冲”进行汇率稳定。

- ① 研究背景
- ② 研究问题
- ③ 研究方法
- ④ 研究结论









## 研究问题

- 全球汇率体系是否正在向“多极化”(multipolar)体系演进?
- 美元作为全球锚货币(anchor currency)的地位是否被削弱?
- 事实上的汇率安排是否真的从固定转向了灵活?
- 为何欧元和人民币未能显著扩大其作为锚货币的影响力?
- 外汇储备的空前积累是否与汇率稳定目标有关?









## 汇率制度分类方法

- 欧元的出现导致分类层级出现根本性问题，是否应在超国家层面（将欧元区视为一个整体）还是国家层面进行汇率制度分类。IMF 等机构采用前者，将欧元区整体视为“自由浮动”。而文章坚持国家层面：因各成员国拥有独立财政政策，实质上构成一个内部固定汇率体系，不应被简单视为“浮动”。
- 通胀目标制的普及导致政策语言与行为的脱节。大量新兴市场（如巴西、韩国、墨西哥）转向通胀目标制，宣称放弃汇率盯住，但这些国家仍频繁干预外汇市场以稳定汇率。
- 主要货币间波动率出现显著的下降，这使得传统的波动阈值失效。美元、欧元、日元等主要货币间的汇率波动在 21 世纪持续走低。Reinhart and Rogoff (2004) 使用 80% 时间内波动  $< 5\%$  作为“宽幅波动”标准，在低波动环境下会导致几乎所有货币都被错误归类为“不灵活”。

# 具体分类方法

- 第一步，预处理：识别特殊情形
  - 当存在平行汇率数据时，文章会将这些数据与官方数据结合使用，对汇率安排进行分类。当无法获取双重汇率数据时，文章将该国归类为存在汇率数据不可用的平行市场，归入特殊类别（Category 6）。
  - 满足以下任一即归入：1. 持续的高通胀，连续 12 个月通胀 > 40%；2. 货币崩溃，单月贬值 25% 且比上月多 10 个百分点；崩盘后 6 个月内仍视为“自由下跌”（Category 5）。
  - 这些算法特征共同构成了一个能够区分严重货币危机（无论是暂时性的还是持续性的）与平静时期的分类体系；而货币‘崩盘’与‘动荡’之间的区别，实质上只是一个程度问题（Eichengreen, Rose, and Wyplosz, 1996）。

## 具体分类方法

- 第二步，基于波动性的粗分类，对于预先宣布了汇率制度（如钉住某货币、爬行波幅等，包括公开权重的货币篮子）的国家，算法首先会验证其实际汇率走势是否符合宣布的规则。对于没有官宣制度，或官宣与实际不符的情况，算法根据汇率相对于其“锚定货币”的波动幅度，将其归入以下四类：
  - Category 1: 钉住（Pegs）
  - Category 2: 窄幅波段（Narrow bands）
  - Category 3: 宽幅波段与管理浮动（Broad bands and managed floating）
  - Category 4: 自由浮动（Freely floating）
- 关于管理浮动与自由浮动的区分方法，在后续详细区分。

## 具体分类方法

- **钉住 (Category 1)**: 沿用了 1944 年布雷顿森林体系的法律体系, 如果一种货币相对于其锚定货币的月度汇率绝对变化值小于 1%, 且在连续的月度观察期内, 至少有 80% 的月份均满足上述条件, 即  $P(\varepsilon_{n,t} < 1\%) > 80\%$ 。
- 算法在一个长达 60 个月 (五年) 的滚动时间窗内, 检验是否满足 “ $P(\varepsilon_{n,t} < 1\%) > 80\%$ ” 的条件。长窗口保证了判断的稳健性和平稳性, 过滤掉短期噪音, 但起止点的确定使用两年窗口。

## 具体分类方法

- **窄幅波段 (Category 2):** 窄幅波段 (Narrow bands) 的定义为与钉住 (pegs) 基本一致，只是区间设定存在差异。具体地，如果一种货币相对于其锚定货币的汇率，在至少 80% 的连续月度观测中，其绝对变动值小于 2%，则被归类为“窄幅波段”，即  $P(\varepsilon_{n,t} < 2\%) > 80\%$ 。
- **宽幅波段 (Category 3):** 在 Reinhart and Rogoff (2004) 等早期研究中，宽幅波段同样采用“80% 准则”，但是进入 21 世纪，全球主要货币的汇率波动性显著且持续地降低。如果继续沿用“80% 的月份波动  $< 5\%$ ”这个旧标准，那么在低波动的新环境下，几乎所有货币都会被归入“宽幅波段”这一类。为了使分类在低波动时代依然有效，算法对 21 世纪的数据采用了更严格的标准来定义，即  $P(\varepsilon_{n,t} < 5\%) > 100\%$ 。

## 具体分类方法

- 2% 和 5% 的阈值并非凭空设定，而是基于历史上的常见汇率实践。例如，丹麦国家银行对欧元的官方波幅为  $\pm 2.25\%$ ，一些欧元区候选国曾采用 2% 的波幅，中国人民银行也曾宣布将人民币兑一篮子货币的波动限制在 2% 以内。



## 具体分类方法

- 为了解决上述难题，文章设计了一套全新的操作流程，定义的核心逻辑是：一个真正的“自由浮动”汇率制度，与央行频繁地、以管理汇率水平、路径或波动性为明确目标的外汇干预行为是不相容的。
- 因此，文章通过广泛搜集能证明央行动用具体工具进行干预的证据，进行定性分析。例如，外汇储备的显著变化、资本管制措施的调整。
- 但是，证明干预的意图是管理汇率，还需要通过分析“叙述性”材料判断，例如，1. 官方文件：央行会议纪要、报告、政策声明。2. 国际机构报告：IMF 的《汇率安排与汇兑限制年报》、OECD 和 BIS 报告。3. 他国评估：如美国财政部的《国际经济和汇率政策报告》。4. 市场与学术研究：新闻报道、国别学术研究。

## 具体分类方法

- 如果找到了央行有意且频繁干预的充分证据，则将该时期的汇率制度归类为“管理浮动”（Category 3）。
- 如果没有找到或证据不足，则保守地归类为“自由浮动”（Category 4）。
- 文章也承认其分类是保守的偏向于归为“自由浮动”，
  - 干预工具多样：央行可能使用除储备和资本管制外的其他工具来管理汇率，最典型的是利率政策，或通过口头干预管理市场预期。这些“隐形”干预无法被此方法完全捕捉。
  - 数据限制：某些时期的干预数据可能不公开或难以获取（文中以 2000 年代初的巴西为例），导致可能漏判一些“管理浮动”案例。

# 汇率制度详细分类

## The fine classification codes are(详细的分类代码如下):

- 1 No separate legal tender or currency union (无独立法定货币或货币联盟)
- 2 Pre announced peg or currency board arrangement (事先宣布的钉住汇率或货币局安排)
- 3 Pre announced horizontal band that is narrower than or equal to +/-2% (事先宣布的水平波幅, 窄于或等于 +/-2%)
- 4 De facto peg (事实上的钉住汇率)
- 5 Pre announced crawling peg; de facto moving band narrower than or equal to +/-1% (事先宣布的爬行钉住; 事实上波动幅度窄于或等于 +/-1%)

# 汇率制度详细分类

The fine classification codes are(详细的分类代码如下):

- ⑥ Pre announced crawling band that is narrower than or equal to +/-2% or de facto horizontal band that is narrower than or equal to +/-2% (事先宣布的爬行波幅窄于或等于 +/-2%，或事实上水平波幅窄于或等于 +/-2%)
- ⑦ De facto crawling peg (事实上的爬行钉住)
- ⑧ De facto crawling band that is narrower than or equal to +/-2% (事实上爬行波幅窄于或等于 +/-2%)
- ⑨ Pre announced crawling band that is wider than or equal to +/-2% (事先宣布的爬行波幅宽于或等于 +/-2%)
- ⑩ De facto crawling band that is narrower than or equal to +/-5% (事实上爬行波幅窄于或等于 +/-5%)

# 汇率制度详细分类

The fine classification codes are(详细的分类代码如下):

- 11 Moving band that is narrower than or equal to +/-2% (i.e., allows for both appreciation and depreciation over time) (波动波幅窄于或等于 +/-2%，即允许随时间升值和贬值)
- 12 De facto moving band +/-5%/ Managed floating (事实上波动波幅 +/-5%/管理浮动)
- 13 Freely floating (自由浮动)
- 14 Freely falling (自由下跌)
- 15 Dual market in which parallel market data is missing. (平行市场数据缺失的双轨市场)

# 汇率制度粗分类

The coarse classification codes are(粗分类代码如下):

**1 Pegs (钉住汇率)**

- No separate legal tender (无独立法定货币)
- Pre announced peg or currency board arrangement (事先宣布的钉住或货币局安排)
- Pre announced horizontal band that is narrower than or equal to +/-2% (事先宣布的窄于或等于 +/-2% 的水平波幅)
- De facto peg (事实上的钉住)

**2 Narrow bands (窄幅波段)**

- Pre announced crawling peg (事先宣布的爬行钉住)
- Pre announced crawling band that is narrower than or equal to +/-2% (事先宣布的窄于或等于 +/-2% 的爬行波幅)
- De facto crawling peg (事实上的爬行钉住)
- De facto crawling band that is narrower than or equal to +/-2% (事实上窄于或等于 +/-2% 的爬行波幅)

# 汇率制度粗分类

The coarse classification codes are(粗分类代码如下):

- ③ **Broad bands and managed floating** (宽幅波段与管理浮动)
  - Pre announced crawling band that is wider than or equal to  $\pm 2\%$  (事先宣布的宽于或等于  $\pm 2\%$  的爬行波幅)
  - De facto crawling band that is narrower than or equal to  $\pm 5\%$  (事实上窄于或等于  $\pm 5\%$  的爬行波幅)
  - Moving band that is narrower than or equal to  $\pm 2\%$  (i.e., allows for both appreciation and depreciation over time) (波动波幅窄于或等于  $\pm 2\%$ , 允许随时间升值和贬值)
  - Managed floating (管理浮动)

# 汇率制度粗分类

The coarse classification codes are(粗分类代码如下):

- ④ **Freely floating** (自由浮动)
  - Freely floating (自由浮动)
- ⑤ **Freely falling** (自由下跌)
  - Freely falling (自由下跌)
- ⑥ **Dual market with missing data** (平行市场数据缺失)
  - Dual market in which parallel market data is missing. (平行市场数据缺失的双轨市场)

# 核心结论

- 除美元、欧元和日元这三种主要储备货币外，自 2000 年以来有 14 种货币被归类为浮动汇率制度至少一年。
- 第一类
  - 代表国家：澳大利亚、加拿大、南非、英国。央行几乎从不干预外汇市场，持有的外汇储备规模比其他央行低一个数量级。
- 第二类
  - 代表国家：巴西、土耳其。央行在平静期曾短暂尝试自由浮动，但全球金融危机爆发后，便重新锚定汇率并恢复频繁干预。
- 第三类
  - 代表国家：上述之外的国家。央行在金融危机前后都持续进行定期干预。

## 锚定货币的确定

- 确定各国货币所锚定或参考的核心货币（或货币篮子）的算法逻辑与决策规则。核心目标是在汇率波动性较低、可能同时符合多个锚定标准的情况下，提供一个客观、一致且可操作的分类方法。
- 算法遵循一个分层决策流程

## 锚定货币的确定

- 确定各国货币所锚定或参考的核心货币（或货币篮子）的算法逻辑与决策规则。核心目标是在汇率波动性较低、可能同时符合多个锚定标准的情况下，提供一个客观、一致且可操作的分类方法。
- 算法遵循一个分层决策流程。

## 锚定货币的确定

- 第一步：除主要锚定货币外，文章还允许货币与一篮子货币挂钩。因此，首先核实中央银行是否拥有官方货币篮子。若有，则将该官方货币篮子纳入考量。
- 第二步：处理极端情况
  - 自由浮动（Category 4）和自由下跌（Category 5）：直接归类为“无锚定货币”（可视作锚定于自身）。
  - 完全钉住（Category 1）：可以直接明确其锚定货币。

# 锚定货币的确定

- 第三步：处理“多锚定候选”的模糊情况
  - 问题：在低波动环境下，一国汇率可能同时满足相对于多个锚定货币（如美元、欧元或它们的篮子）的稳定条件（例如，80% 的时间波动在 2% 以内）。
  - 使用分层仲裁规则，们采用基于  $\pm 1\%$ 、2% 和 5% 波动区间围绕候选锚定货币的判定机制。
  - 从最严格的标准（波幅最窄）开始检验。优先看货币是否相对于某个单一货币（而非篮子）处于更窄的波幅（如 1%）。
  - 如果有多个单一货币满足条件，则选择该货币处于最窄波幅内时间比例最高的那个作为锚定。

# 锚定货币的确定

- 第三步：处理“多锚定候选”的模糊情况
  - 算法只允许一种货币实际上锚定于美元、日元和欧元中任意货币对构成的货币篮子，或由这三种货币组成的货币篮子，且权重均等。
  - 因为，如果允许任意权重的复杂篮子，几乎总能找到一个使汇率看起来被“钉住”的篮子，导致分类失去意义。全球真正自由浮动的货币很少，多数货币实质上是锚定于少数几种核心货币，复杂的官方篮子权重可能掩盖真实的锚定关系。

## 锚定货币的确定

- 为了准确验证锚定货币分类算法的可靠性，文章还利用了两次由欧美货币政策引发的美元-欧元双边汇率大幅波动作为“自然实验”。观察在这些外部冲击下，不同分类的货币对美元的汇率表现。
  - 锚定美元的货币：其兑美元汇率应波动很小，基本跟随美元兑其他货币（如欧元）的走势。
  - 锚定欧元（或其他非美货币）的货币：其兑美元汇率应出现显著波动，幅度与欧元兑美元的波动相近。
  - 仅以美元为“参考货币”的管理浮动货币：其兑美元汇率的波动幅度应介于以上两者之间。
- 如果算法的分类是正确的，那么在实际冲击中，不同类别货币的实际表现应该符合上述理论预期。

## 锚定货币的确定

- 对于被归类为“管理浮动”的汇率制度，确定其“参考货币”更为复杂。因为央行干预并不以将汇率稳定在某个狭窄区间为目标，仅凭汇率波动数据难以精准判断其隐性关注的是哪种货币。
- 因此，文章采用了多指标综合判断法，依据四个互补的经济金融指标
  - 贸易计价货币：哪国货币在对外贸易中占据主导。
  - 外债计价货币：政府和公共担保的外债主要以哪种货币计价。
  - 外汇储备构成：央行的外汇储备中哪种货币占比最大。
  - 历史锚定货币：最近一次明确锚定的是哪种货币。
- 文章在这里刻意使用了“参考货币”而非“锚定货币”，是因为在管理浮动制下，央行对该货币汇率的权重是“重要且显著的”，但尚未达到将其严格“锚定”在某个区间的程度。

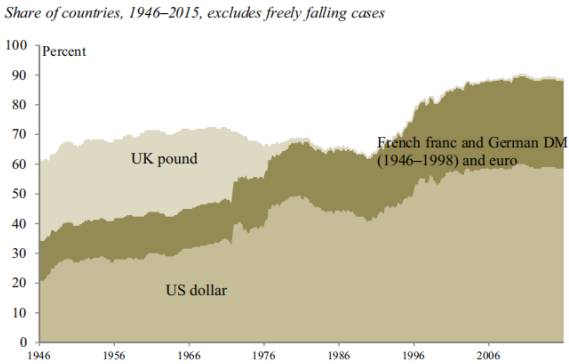
# 管理浮动货币的参考货币分类

国家（参考货币）	年份	指标
巴西（美元）	2000–2002, 2008–	94% 出口和 84% 进口以美元计价。90% 的公共及公共担保外币债务为美元。先前锚定：美元。
智利（美元）	2008–	计价数据缺失，但考虑到铜在出口中占比较大且铜价以美元计价，大部分出口可能以美元计价。先前锚定：美元。
哥伦比亚（美元）	2008–	接近 100% 的计价和 100% 的公共及公共担保债务以美元计价。先前锚定：美元。
冰岛（美元 – 欧元）	2006–2009	计价货币在美元、英镑和欧元间非常多样化。央行外汇储备多元化。随后锚定于美元 – 欧元篮子。
韩国（美元）	2004–2009	先前及随后的锚定货币：美元。其他数据缺失。
墨西哥（美元）	2009–	计价数据缺失，但由于超过 80% 的出口和近一半的进口来自美国，美元是主要计价货币。大部分债务以美元计价。先前锚定：美元。
巴拉圭（美元）	2011–2013	计价数据缺失。近 90% 的公共及公共担保债务以美元计价。先前及随后的锚定货币：美元。
俄罗斯（美元 – 欧元）	2009–2012	先前锚定：美元 – 欧元篮子，官方政策是围绕 55% 美元和 45% 欧元的篮子管理浮动。其他数据缺失。
土耳其（美元）	2011–	计价货币多样化，以美元为主。公共及公共担保债务 60% 为美元，40% 为欧元。先前及随后的锚定：美元。
乌拉圭（美元）	2009–2012	先前及随后的锚定货币：美元。其他数据缺失。

数据来源:Gopinath (2015), 世界银行国际债务统计, 各国中央银行, 以及作者的计算。



# 锚定货币的演变



- 图中显示了 1946 年至 2015 年间，不包括自由下跌的不同国家实际锚定的主要货币分布情况。



# 锚定货币的演变

主要锚定货币的历史演变：

- 战后初期格局（1940s-1960s）美元通过布雷顿森林体系被制度化为主导锚定货币，鼎盛时期锚定了全球约 70% 的 GDP。其余份额大致由英镑和苏联卢布均分，其中英镑影响力在战后因英国经济问题持续衰落。
- 德国马克崛起与欧洲整合（1970s-1998）布雷顿森林体系崩溃后，德国马克崛起为欧洲主导货币，许多欧洲国家开始追随德国央行政策。法国法郎通过法属非洲的 CFA 货币区保持稳定影响。部分欧洲高收入经济体转向德国马克，导致美元直接锚定的范围相对收缩。

# 锚定货币的演变

主要锚定货币的历史演变：

- 苏联解体与格局重塑（1990s）苏联解体导致卢布区瓦解。俄罗斯及多数前苏联加盟共和国转向锚定美元。波罗的海等东欧国家则脱离卢布，先后投向德国马克及后来的欧元。此前经历“自由下跌”（恶性通胀）的拉美、非洲等国，在通胀缓解后也大多重新锚定于美元。
- 欧元时代及近期趋势（1999–至今）1999年，德国马克与法国法郎区合并为欧元区，其影响力在21世纪初达到顶峰（约占全球GDP的20%）。此后锚定于欧元的全球GDP份额呈现下降趋势，原因包括新兴市场经济增长和全球金融危机对欧元区的严重冲击美元在21世纪继续保持主导地位，按某些衡量标准其核心地位甚至超过布雷顿森林体系时期。美元影响力的地理分布发生显著变化，且有限灵活的汇率制度（介于硬钉住与自由浮动之间）变得更加普遍。

# 锚定货币的演变

核心问题：为何美元具有如此强大的“引力”？



# 锚定货币的演变

- 但是，上述分析也一定程度上忽略了政治经济学的因素。
- Rogoff (2001) 指出单一主导货币体系对中心国的不当行为更具脆弱性，可能引发更严重的系统性风险。
- 欧元作为锚定货币的停滞，很大程度上源于欧元体系内部的政治不稳定以及人们对单一货币未来的持续疑虑。这表明，一种货币的吸引力不仅在于经济效率，更在于其发行主体的长期政治可信度与稳定性。
- 在一个理想化的、政治稳定的世界里，美元所谓的“自然”优势可能并不那么突出。美元地位的稳固，部分是因为其主要竞争对手的政治前景不断受到质疑。

# 锚定货币的标志性指标（百分比）

指标/标准	美元	欧元	英镑	日元
汇率安排中的锚定货币份额（国家占比）	59	29	0	0
全球外汇储备份额（不包括黄金）	65	20	4	4
发展中国家外部债务计价币种份额	64	13	<1	6
贸易计价指数	69	56	8.5	9.6
备忘录项目：占全球 GDP 份额（购买力平价，1990 年美元基准）	18	11.8	2.7	5
备忘录项目：法德占全球 GDP 份额（购买力平价，1990 年美元基准）	-	5.6	-	-

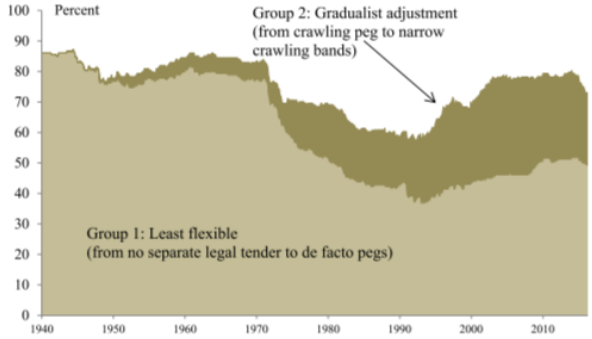




# 汇率安排的演变

## EXCHANGE ARRANGEMENTS

(A) Groups 1 and 2: Less flexibility, primarily nominal exchange rate anchors



- 图中显示了 1946 年至 2015 年间最不灵活 (Category1 和 Category2) 的汇率安排。





# 汇率安排的演变

- 如果将灵活性较低的 Category1 和 Category2 合并，那么当今生活在有限汇率灵活性下的国家比例，与布雷顿森林体系下样本期初的比例大致相同。
- 如果将灵活性较高的 Category3 和 Category4 合并，那么自布雷顿森林体系解体以来，灵活汇率安排的实际应用并不像人们想象的那样普遍。目前实行自由浮动汇率的经济体仍屈指可数。

## 汇率安排的演变

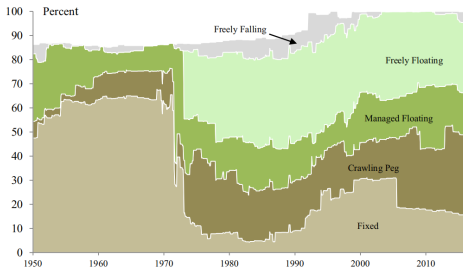


FIGURE IV  
De Facto Exchange Rate Arrangements, Coarse Classification, 1946–2016: Share of World GDP in Each Group

- 图中显示了 1946 年至 2015 年间按全球 GDP 占比加权计算方法，浮动汇率国家的占比将近乎翻倍，达到 30% 至 40% 之间。但是，若要全面了解各国的汇率实践情况，采用图 III 中未加权的国家占比数据会更为准确。



# 汇率安排的演变

- 欧元区分类的方法论问题
  - 西欧（战后初期）：尽管名义上属于布雷顿森林固定汇率体系，但由于严重的美元短缺和广泛的外汇/资本管制，官方汇率与实际交易严重脱节。平行市场（黑市）汇率极其活跃且波动巨大。这导致了所谓的“后门浮动”——即尽管存在官方平价，但实际经济（通过平行市场）承受着事实上的、剧烈的汇率波动。这表明，仅看法定安排会严重误导对实际汇率灵活性的判断。
  - 苏联集团：情况更为极端，多重管制汇率是常态，经济高度封闭且数据匮乏。由于缺乏可靠的平行市场时间序列数据，作者只能将其归入“平行市场——无数据”的类别。这揭示了历史研究，特别是对非市场或转型经济体的研究，常面临的数据缺失或质量低下的挑战。

## 汇率安排的演变

- “自由跌落”的现代趋势与风险
  - 21 世纪初的“间歇期”：得益于前苏联转型期恶性通胀结束、1990 年代债务危机解决后新兴市场恢复国际市场准入、以及通胀目标制在全球（特别是新兴市场）的扩散，全球范围内“自由跌落”（恶性通胀或货币崩溃）的案例显著减少。
  - 潜在风险并未根除：作者认为，大宗商品价格长期低迷（文本撰写时的背景）可能导致依赖资源出口的国家收入锐减、外汇储备耗尽，从而可能迫使它们重拾“通胀融资”（即通过印钞弥补财政赤字），引发新一轮高通胀。文章提到了委内瑞拉和部分非洲国家作为实例。这表明，“自由跌落”现象与经济结构、外部冲击和政策框架紧密相关，周期性风险依然存在。

# 通胀目标制

- 过去二三十年，明确宣布以通胀为货币政策首要目标（即“通胀目标制”）的国家数量显著增加，这被视为货币管理领域的一大发展。
- 将“通胀目标制”（Inflation Targeting, IT）这一流行的货币政策框架，视为一种新型的“汇率锚”或独立的汇率制度类别是否恰当。











# 资本流动

- 1950s：二战后欧洲重建期，70% 国家存在多重/平行汇率（资本高度管制）。
- 1960s–1980s：发达经济体逐步取消多重汇率，管制比例降至 50%。
- 1990s–2010s：苏联解体、新兴市场开放，管制比例降至历史最低 (<10%)。
- 2014 年后：大宗商品价格暴跌，部分新兴市场（尤其非洲、中亚）重新启用资本管制，平行市场再现，但全球总体仍比历史上更开放。

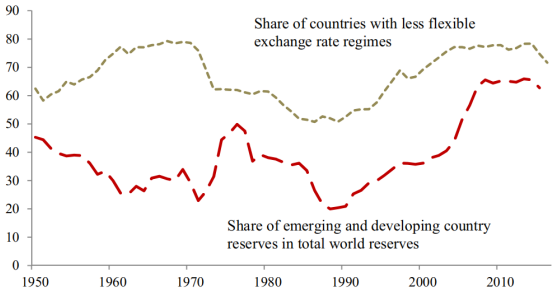
# 外汇储备

- **核心问题**：为什么 21 世纪初以来，新兴市场国家（尤其是中国）会积累史无前例规模的外汇储备。
- 汇率制度并未变得灵活。截至 2016 年，全球仍有约 70% 的国家采用“有限灵活性”的汇率安排。
- 资本管制显著下降。存在双重/多重/平行汇率的国家比例从 1950 年的 70% 降至 2010 年代的不足 10%。
- 在“不可能三角”（Impossible Trinity）中，若一国既想维持资本自由流动（开放资本账户），又想稳定汇率（固定或管理浮动），那么它必须放弃货币政策独立性。
- 即使放弃独立性，仅靠口头承诺也无法稳定汇率。因此，外汇储备成为实现汇率稳定目标的“新工具”。资本管制越少，所需的储备就越多，以应对市场波动和资本流动冲击。



# 资本流动

The incidence of limited exchange rate flexibility



- 外汇储备与“三元悖论”的两面（1950–2015）



# 外汇储备

- 新兴市场储备占全球储备比例与采用不灵活汇率制度的国家比例高度正相关。
- 新兴市场储备与存在外汇管制的国家比例高度负相关。
- 因为各国稳定的是对美元（或欧元）的汇率，所以其储备必须是美元（或欧元）资产，才能有效对冲。
- 这解释了为何美元在储备中的主导地位（65%）与其作为锚货币的地位（60% 的国家）高度一致。



Thanks!