

回流策略：货币功能再平衡与 GCC 投资偏好改变^{*}

◎ 郭栋

摘要：当前，人民币国际化显现出货币功能失衡问题，“投资人民币”落后于“贸易人民币”，人民币全球官方外汇储备份额的绝对量和相对量都在减少。本文提出人民币货币功能再平衡存在发展机遇：一是美元在全球官方外汇储备中的投资功能已经出现了弱势特征；二是与“石油美元”强关联的海湾阿拉伯国家合作委员会（GCC）国家外汇资产投资偏好在新冠疫情后发生转变，风险偏好增强，持有美债出现了“去美元化”的趋势。基于中国在 GCC 区域内重要贸易地位，本文从扩大人民币国债持有规模的视角，提出策略建议。

关键词：人民币国际化；贸易人民币；外汇储备
中图分类号：F831 **文献标识码：**A

一、问题发现：“投资人民币”落后于“贸易人民币”

（一）人民币国际化存在货币功能失衡

从货币功能的视角，人民币发挥国际货币职能存在“贸易人民币”和“投资人民币”两种形态。“贸易人民币”表现为人民币的跨境使用功能，即在国际贸易等领域作为计价结算的货币载体；“投资人民币”体现为非居民持有以人民币计价的金融资产，是人民币跨境持有的发展形态。

当前人民币国际化演进中的货币职能趋势出现如下变化：一是“贸易人民币”地位增强。根据全球金融信息服务机构（Swift）汇编的交易数据：截至 2023 年 11 月，人民币在全球支付交易中的占比已达

4.6%，超过日元的 3.4%，成为国际支付中的第四大货币。同期，美元占比 47%，保持领先地位；欧元和英镑分别为 23% 和 7.5%。跨境结算方面，人民币跨境收付金额从 2015 年的 12 万亿元增长到 2022 年的 42 万亿元；截至 2023 年上半年，跨境人民币收付金额合计 24.5 万亿元，同比增长 20%，在同期本外币跨境收付总额中占比达到 57%。二是“投资人民币”份额消减。根据国际货币基金组织（IMF）公布的官方外汇储备数据：截至 2023 年第三季度，人民币占全球官方外汇储备的份额为 2.19%；在主要国际货币的排名中，落后于美元、欧元、日元、英镑和加拿大元，处于第六位。2022 年同期份额为 2.63%，处于第五位，与日元差距拉大。人民币在官方外汇储备中出现了绝对和相对指标的双消减：绝对值同比下滑超过 210 亿美元，份额占比相对下滑 0.26%。

上述趋势中反映了人民币货币功能存在失衡：人民币跨境使用的贸易货币功能增强，同期，国际货币的储备份额下降，出现了“贸易人民币”和“投资人民币”发展失衡。

（二）官方外汇储备货币份额美元特征弱化

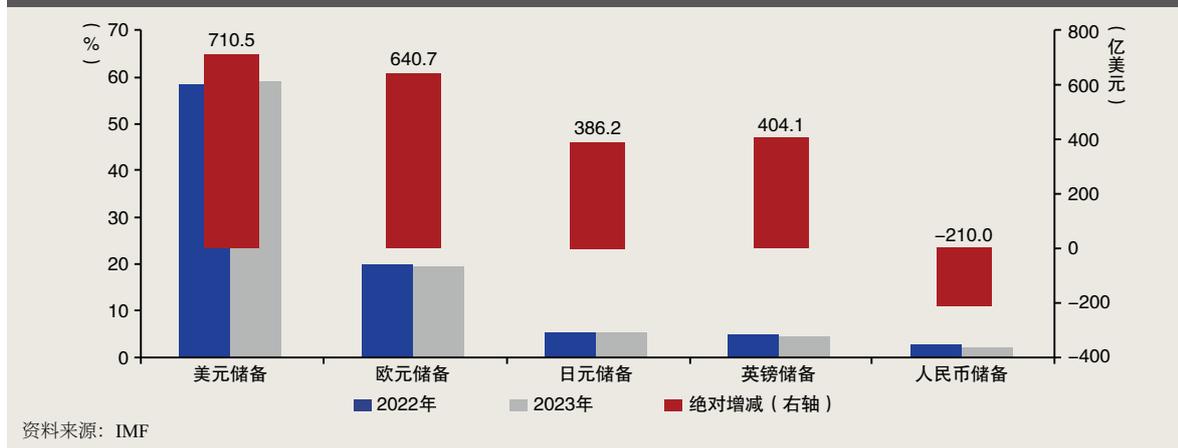
基于 IMF 的官方外汇储备数据，外汇储备的国际货币份额对比中存在美元特征弱化。美元在官方外汇储备的绝对值增加，但是份额占比大幅下滑（见图 1），展现“去美元化”趋势的挤出效应。

全球官方外汇储备合计的绝对值同期（2022 年第三季度和 2023 年第三季度）出现了超过 2870 亿

作者简介：郭栋，经济学博士，中国人民银行副研究员，国家开发银行资金部正高级经济师。

* 基金项目：本文获国家社科基金一般项目“货币回流的经济安全与国债市场渐进式开放策略研究”（项目编号：21BGJ074）资助。本文仅代表个人观点，不代表所在机构意见。

图1 主要国际货币在官方外汇储备中的同期份额变化比较



美元的增长，主要发达经济体货币的外汇储备量均有不同程度的增长。其中，美元和欧元的增长处于第一梯队，超过 640 亿美元；日元和英镑处于第二梯队，在 400 亿美元左右。虽然美元外汇储备绝对值有较大增加，但是份额占比大幅下滑（超过人民币），由 60.10% 下降到 59.17%。除了美元和人民币外，其他主要国际货币的份额相对变化有小幅增长，日元和英镑份额增长领先。

人民币货币功能存在失衡与外汇储备货币份额美元特征弱化两特征的出现，既存“危机”又育“新机”：一方面，货币功能失衡，存在引发货币危机的潜在危险；另一方面，官方外汇储备的“去美元化”或将为修复“投资人民币”缺陷提供机遇窗口。历史上，“石油美元”是美元奠定世界货币地位的要件。在金融全球化背景下，大宗商品市场具有能源化趋势，以石油为代表的大宗商品选择美元作为计价和结算货币，帮助美元获得国际贸易绝对优势的货币话语权（贸易美元）。在布雷顿森林体系瓦解后，海湾阿拉伯国家合作委员会（GCC）国家等石油生产国因石油贸易沉淀大量美元，官方外汇储备急需寻找美元“安全栖息地”，购买以国债为代表的美元资产形成货币回流主要渠道（投资美元）。

借鉴国际货币演进的经验教训，人民币货币功能失衡最终解决方案需要考虑重塑国际货币体系，打破美元霸权，在区域经济中丰富多元化的“货币锚”是必要途径。从替代“石油美元”视角，提升“投资人民币”的货币功能，需要在 GCC 区域内增加人民币外汇储备份额，实现对“投资美元”功能替代。

二、发展机遇：GCC 投资偏好趋向“人民币化”

（一）数据解读：区域投资的“去美元化”

基于国际金融协会（IFF）数据，当前从外汇资产规模和结构视角，GCC “石油美元”呈现新特征：一是经常项目盈余实现综合外国资产规模增长；二是外国资产存量结构“弱美元化”，新增投资“去美元化”；三是投资风险偏好增强，存在“人民币化”的主观驱动因素。

一是综合外国资产规模大幅增加。IFF 预测，2024 年，受到持续的经常项目盈余支持，6 个 GCC 国家的综合外国资产将增加 1460 亿美元，总规模达到约 4.4 万亿美元，其中，合并负债约为 1 万亿美元，外国资产净值为 3.4 万亿美元。从资产类别上看，GCC 综合外国资产中 2/3 由主权财富基金（SWFs）管理，拥有公共股票和固定收益证券的多元化投资组合；1/3 以官方储备和商业银行的外国资产投资于流动资产。从投资区域上看，北美和欧洲是 GCC 长期重点投资区域（占比 65%），亚太地区占比 2%，10% 投资于其他中东和北非地区国家，5% 投资于撒哈拉以南非洲和拉丁美洲。

二是投资多元化，显现“去美元化”特征。GCC 投资的外国资产结构呈现多元化，IFF 推算目前存量的资产类别包括：35% 的股权投资，22% 的银行存款，17% 的外国直接投资，7% 的美国国债，10% 的其他货币债券，其余 9% 为一系列流动性较低的投资，包括非美国债券、并购和对冲基金。虽

图2 GCC区域内美国国债持有规模的趋势变化



然从投资区域上看，美国仍然是 GCC 国家重要的投资范围，但是美国国债的持有比例已经不占显著优势，甚至已经处于较低的历史水平。

如图 2 所示，在全球新冠疫情暴发前的一段时期，GCC 持有美国国债达到创纪录的峰值，新冠疫情暴发后的几个月出现大幅下跌，且降至较低水平后长期没有显著增长（存量“弱美元化”）。沙特在 GCC 区域内为最大美债持有国，但持有美国国债规模呈现稳步下降趋势，从 2020 年 2 月到 2023 年 9 月，沙特持有的美国国债下降了近 40%。沙特的持债趋势决定了区域内持债规模的变化方向，但是其他国家的持债存在异质性，科威特持有美国国债规模基本保持稳定，阿联酋有少量的增加。

三是风险偏好转向投资“人民币化”。当前，GCC 国家的外国投资更加偏好风险性的高收益资产，以沙特为例，自 2015 年提出《愿景 2030》以来，一直在推动公共投资基金（PIF）投资高风险、高收益的资产；风险资产（主要是外国股票和外国直接投资）的投资已从占外国总资产的 20% 增长到 2023 年第二季度的 40% 以上。沙特风险偏好因发展目标发生转向，包括“金融目标”驱动：通过投资高风险高回报资产，推进实现 2030 年管理 2 万亿美元资产的目标。“转型目标”驱动：通过多元化的投资摆脱对石油产业的依赖，并成为防止原油价格下跌的潜在对冲工具。“经济目标”驱动：通过投资获得高回报再资助《愿景 2030》中设想的许多项目（如沙特投资 5000 亿美元建设大型经济新区“NEOM”）。

（二）国别观测：沙特投资的货币周期特征

选择 2011 年 12 月至 2023 年 10 月沙特持有美国国债余额的数据进行观测（见图 3、图 4），发现沙特持有美国国债规模和结构与美债利率走势呈现一定的货币周期特征。

一是时点观测的周期性特征。截至 2023 年 10 月底，沙特持有美国国债余额达到 1175 亿美元，占境外官方持有美债规模的 1.5%；持有结构上，长期美国国债的持有比例占优，总规模超过 1022 亿美元（占比超过 87%）。新冠疫情前的历史持债高峰期（2019 年 8 月），沙特持有美国国债规模超过 1837 亿美元，长期美国国债占比 75%，短期美国国债占比 25%。时点对应的货币周期：当前处于美联储加息周期尾声，美债高利率的平均利率中枢为 4.7981%；历史峰值期处于量化宽松期，美债利率处于阶段性低点，月度平均利率为 1.6264%；利差超过 317BP。高利率对应存量债券价格的下降，基于跨周期资产配置考量，短期限债券的消减（贬值和主动减持）将大于长期债券。

二是规模观测的周期性特征（见图 3）。在新冠疫情前，除了 2016 年前后出现了阶段性的持债规模缩减，沙特的美国国债规模呈现持续增长趋势。在美债利率的阶段性下降时期（宽松货币周期），持债规模均呈现了显著的增加；在 2017 年前后，美联储货币政策回归正常化，沙特美债规模仍持续增加。因此，在新冠疫情前，沙特的持债方向呈现货币周期的增持韧性，即长期保持一致性增持特征。在

图3 沙特持有美国国债余额规模的货币周期变化

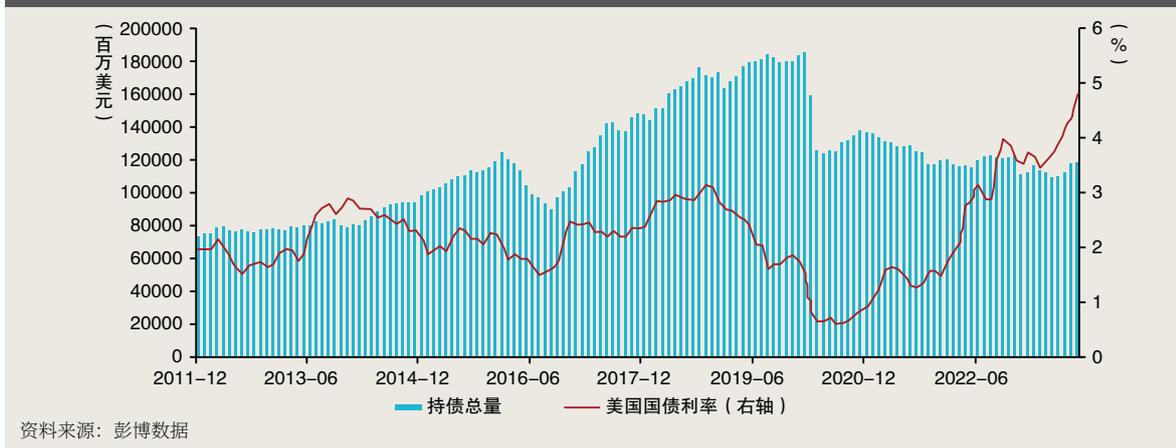
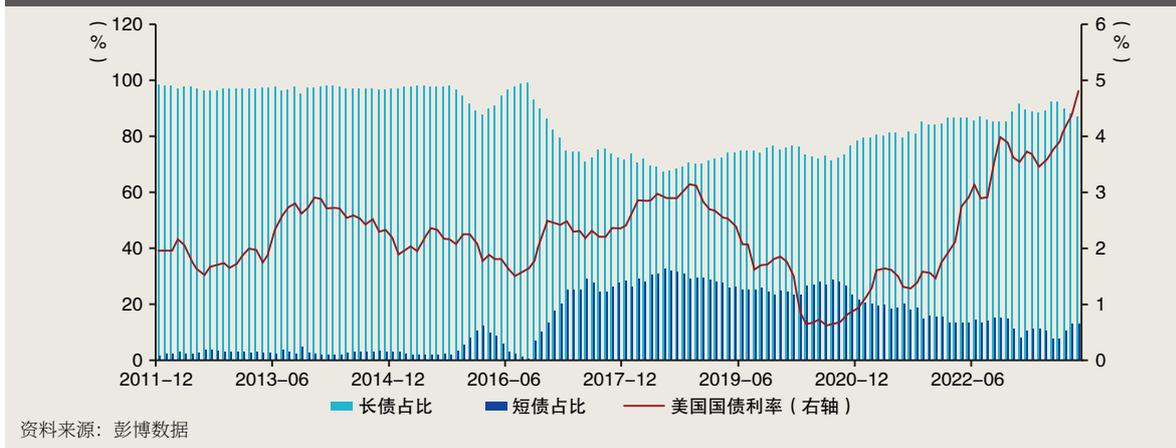


图4 沙特持有美国国债期限结构的货币周期变化



2020年新冠疫情暴发后，沙特持债规模出现了断崖式的下降，在美联储货币政策量化宽松背景下，超量的美债规模扩张与沙特较低的增持意愿形成了巨大反差。美联储持续加息后，在美债利率持续走高中，沙特阶段性持债规模萎缩，与新冠疫情前的货币周期特征呈现时变的异质性。

三是期限结构的周期性特征。2015年10月前，沙特长期限国债的持债占比在95%以上，短期国债的持有比例极低，仅长期国债存在一定的货币周期敏感性。2016年后到2019年年底，短期国债的持有比例呈现阶梯式的快速增长，2018年年中达到了阶段性峰值，超过32%（见图4）。短期国债的大幅度增加，反映沙特投资策略的调整，由被动的持有配置向更具主动性交易型持债转变；从美债利率走势看，短期国债存在亦步亦趋的特征。新冠疫情暴发后的前期出现了一段时期的短期债券比例的小幅

增加，随后在进入美联储货币正常化时期出现了持续的稳步调增长债比例、降低短债比例的策略变化。

上述沙特持债特征，虽然与美联储货币政策周期存在一定的关联性，但是在新冠疫情后，出现了利率波动持债反馈的非对称性和不规则的时变性。这在一定程度上说明，沙特主权投资机构面对美元货币周期变化在进行主动的避险操作，包括持债规模的锐减和不同期限结构策略的调整。

三、策略建议：扩大人民币国债境外持有规模

人民币国际化需去芜存菁地借鉴国际货币的演进经验：美元和欧元是成功案例，其中，欧元具有超主权特征，属于区域货币；日元在贸易日元向投资日元演进中存在教训。增强“投资人民币”的货币功能，

需要境外官方机构增持人民币安全资产，完善货币回流机制，形成人民币全球循环。从国债市场开放视角，本文提出相关政策建议。

（一）增强人民币的贸易话语权，扩大人民币的多场景应用

GCC 国家投资“人民币化”存在“贸易人民币”的驱动因素：一是绝对贸易量的保障。尽管美国仍然是该地区最重要的地缘政治和军事合作伙伴，但在贸易方面，它长期以来一直落后于中国和欧盟。中国现在是该地区最大的贸易伙伴。二是非美货币计价的变化。GCC 国家已经开始缓慢地进行摆脱美元的多元化操作，例如，已经开始签署双边贸易协定，允许以其他货币进行贸易结算。

在 GCC 国家“去美元化”的变化中，顺势而为，为石油等大宗产品定价和贸易结算提供非货币锚应用的软硬件便利，增加人民币计价份额，提升货币话语权。硬件方面，提供完备的跨境货币金融基础设施服务；软件方面，构建多赢的货币制度框架体系（如增加双边货币互换规模等）。此外，通过政治、经济和军事等多维度的战略合作，丰富“贸易人民币”的应用场景，培养使用人民币习惯。

（二）畅通外国官方直投国债渠道，培养长期投资人民币国债的储备习惯

中国金融市场仍属于新兴市场范畴，国际金融机构普遍的交易策略为：将人民币资产定义为风险资产获得对应收益，或将人民币安全资产（如国债）作为美债等储备资产的风险对冲工具。因此，面对 GCC 国家的风险偏好调整，人民币资产将成为未来增加配置的潜在资产。

历史上，美联储为 GCC 国家持有的美元货币回流提供了专属的投资渠道。在发行市场上，创设外国官方附加发行模式，在竞价发行后，进行专场的数量增发；在交易市场上，美联储纽约分行直接负责与其进行债券买卖，并提供货币互换等制度安排。未来“石油人民币”形成大量境外沉淀，需根据投资者需求，创新发行和交易模式，提供人民币安全“栖息地”。推进人民币国债成为官方储备的核心资产配置，保持稳定增长的持有份额；投资属

性由风险对冲转为安全资产的长期持有。

（三）绿色转型和数字人民币是扩大持债意愿的科技驱动力

GCC 国家除了金融的“去美元化”，在产业领域也出现了逐渐与美国脱钩的趋势，即“去能源化”的改变。一方面，中国应通过制造优势输出推进其绿色转型，如沙特绿色新城建设等。另一方面，中国分享新能源领域的产业经验和科学技术。尤其需要关注的是新能源金属资源的勘探、开发和冶炼，GCC 国家已与日本等发达经济体展开合作，中国需跟进，占据主动性、发挥引领作用。在全球碳减排应对气候变化中，中国是新能源的最大需求市场，并有成为新能源技术和资源供给大国的巨大潜力。

中国在央行数字货币领域研究实践已取得国际领先地位，之前包含 GCC 国家主权基金为节点的数字货币桥试点已经取得成功。试点场景应用目前仅有贸易类的货币结算，未来可尝试在 GCC 区域内利用联盟链技术构建多节点实现数字人民币与金融资产的广泛应用。在跨境资金流动中，Swift 报文系统是美国金融制裁的重武器，金融科技是破解危机的关键性工具，数字人民币在重塑国际货币体系中具有巨大潜力，未来可期。

参考文献：

- [1] 管涛、刘立品. 国际货币体系多极化发展与人民币国际化 [J]. 国际金融, 2023 (8): 12-18
- [2] 郭栋、类承曜. 国债收益率作为贷款利率基准的可行性与国际借鉴 [J]. 债券, 2021 (2): 45-48
- [3] 郭栋. 货币回流视角：债市对外开放的国际借鉴与中国策略 [J]. 中国外汇, 2023 (11): 22-25
- [4] 郭栋. 基于货币回流的利率债市场开放：理论与实践与金融安全 [M]. 中国人民大学出版社, 2020
- [5] 郭栋. 美国国债利率对中国债市宏观基本面冲击及两国利率联动时变效应研究——基于 GVAR 和 TVP-VAR 模型的实证分析 [J]. 国际金融研究, 2019 (4): 55-65
- [6] 郭栋. 美国外债本币化演进 [J]. 中国金融, 2019 (15): 83-85
- [7] 张明、张冲、王喆. 从国际储备货币历史演变看货币国际化发展趋势 (1947—2050) [J]. 国际金融, 2023 (11): 3-13

（责任编辑：辛本胜）