

国际货币体系多极化发展与人民币国际化

◎管涛 刘立品

摘要: 过去十年,美元作为国际货币的许多功能均有所弱化,但其在国际货币体系中的主导地位并未改变。2003年以来,在政策支持和市场需求驱动下,人民币在国际上的接受和认可程度逐步提高,但人民币国际化水平相对于中国在全球的经贸地位而言仍显不足。有序推进人民币国际化,需要多措并举,包括但不限于保持经济运行在合理区间、继续深化汇率市场化改革、稳步推进制度型对外开放、进一步健全金融基础设施、进一步深化国际经贸合作、大力培育人民币市场需求、进一步对外讲好中国故事等。

关键词: 国际货币体系;去美元化;人民币国际化

中图分类号:F831 文献标识码:A

一、货币国际化程度衡量指标及评述

货币国际化是指货币在国际范围内发挥计价单位、交易媒介和价值储藏等基本功能。由于公共部门和私人部门用途不同,因此国际货币的计价单位、交易媒介和价值储藏功能表现有所差异。对于公共部门而言,国际货币需要承担基准(盯住)货币、干预货币和储备货币功能。对于私人部门而言,国际货币需要在涉外交易中发挥计价、支付和投融资货币作用。现有研究基本从支付功能、投融资功能和储备功能入手评估货币的国际化程度,例如,人民银行据此构建了人民币国际化指数。下面我们分别介绍国际货币的四大功能和相关指标。

国际货币的支付功能常用衡量指标是环球银行

金融电信协会(SWIFT)发布的主要货币国际支付份额。每种货币的资金流数据是SWIFT基于逐笔业务统计而来的。如果一笔资金涉及多个环节,通过SWIFT系统传递信息的所有环节涉及的资金规模会被简单加总,而未使用SWIFT系统的资金流数据则不会被统计在内,因此SWIFT统计的国际支付数据存在重复计算和覆盖不全面的问题。尽管如此,SWIFT数据仍然可以很接近地显示跨境交易中的货币支付情况(IMF, 2015)。

国际货币的投融资功能可以通过国际银行负债、国际债务证券的币种构成来反映,这两项数据均由国际清算银行(BIS)发布。其中,国际银行负债反映的是银行及其客户使用国际货币的情况,但BIS只列示了美元、欧元、日元、英镑和瑞士法郎计值的国际银行负债数据。相对而言,国际债务证券数据的货币组成更加广泛,该数据统计了国际债务市场中包括人民币在内的多种货币使用情况,但缺点是不包括由非居民投资于本地发行的证券所引起的跨境投资,即不能完全反映债券市场上国际货币使用情况。

国际货币的储备功能衡量指标是IMF发布的官方外汇储备份额。由于2015年年底IMF批准人民币加入特别提款权(SDR)货币篮子,2016年10月正式生效,因此2016年年底IMF开始公布人民币的外汇储备份额。需要特别指出的是,为减轻中国因素的影响,IMF选择分步骤将中国数据纳入全球已分配外汇储备份额中,直到2018年6月底完成操作。由于中国储备资产币种构成与国际平均水平存在差异,因此这段时期前后主要币种的外汇储

作者简介:管涛,中银证券全球首席经济学家、董事总经理,武汉大学经济学博导,董辅弼讲座教授;刘立品,武汉大学董辅弼经济社会发展研究院博士研究生。

表1 主要货币国际化程度评估 (单位:%)

	国际支付份额		国际银行负债份额		国际债务证券份额		外汇储备份额	
	2013—2017	2018—2022	2013—2017	2018—2022	2013—2017	2018—2022	2013—2017	2018—2022
美元	40.9	40.2	52.6	50.1	41.7	46.8	64.1	60.5
欧元	32.0	35.1	28.3	29.3	40.3	38.3	21.0	20.4
日元	2.9	3.3	3.4	3.8	2.1	1.6	3.9	5.5
英镑	8.2	6.7	5.4	4.6	9.1	7.9	4.2	4.6
瑞士法郎	1.6	0.9	1.7	1.5	1.3	0.8	0.2	0.2
人民币	1.7	2.0	-	-	0.5	0.5	1.1	2.2

资料来源: SWIFT, BIS, IMF, Wind

备份额数据不具有可比性。

除上述指标外, 外汇交易份额也是评估货币国际化程度的重要指标, 数据来自 BIS 每三年一次的中央银行外汇及衍生工具市场成交额调查, 为抽样年份的 4 月日均成交量。该指标能够反映一种货币在主要外汇市场上是否被广泛交易。这是 IMF 在确定 SDR 货币篮子构成时, 评判一种货币是否满足“可自由使用标准”的指标之一。

以上指标是从不同维度反映一种货币的国际化程度, 因此 IMF 在确定 SDR 篮子货币权重时使用了综合性金融指标。其中, 储备份额代表公共部门的货币使用情况, 国际银行负债、国际债务证券的货币份额之和则反映了私人部门国际金融活动货币使用情况。在 SDR 篮子货币份额计算公式中, 这两项指标与外汇交易份额被赋予相同的权重, 各占 1/6。此外, 出口市场份额占 1/2 权重, 国际支付不占 SDR 的篮子货币权重 (IMF, 2022)。

二、美元国际地位有所下降但依然非常重要

国际货币体系先后经历了金本位制、布雷顿森林体系和牙买加体系。20 世纪 70 年代初布雷顿森林体系解体, 美元与黄金脱钩、各国货币与美元脱钩以来, 美元得益于美国强大的经济军事实力和政治稳定优势, 成为全球共同货币的替身, 但其享受到的权利与承担的义务严重失衡 (陈卫东, 2015)。过去十年, “东升西降” 的世界经济格局确立, 美国实行不负责的经济政策, 并且在对外交往中多样、频繁和强硬地使用金融制裁 (郑联盛, 2020), 加剧了国际货币体系的多极化趋势。

与 2013—2017 年 (即前五年) 相比, 2018—

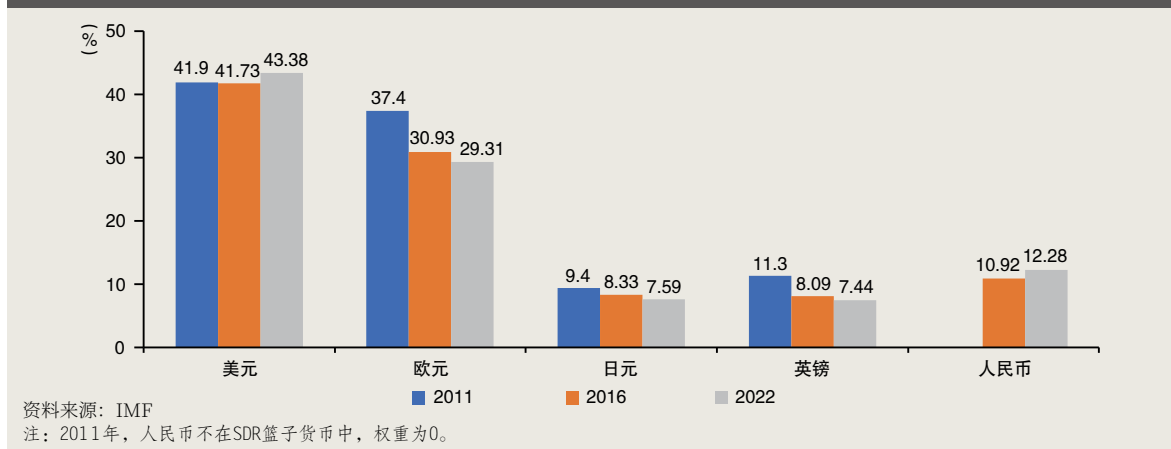
2022 年 (即近五年), 美元在国际支付、国际银行负债和已分配外汇储备中的占比均有所回落, 近五年均值较前五年分别下降了 0.8、2.5 和 3.5 个百分点。其中, 在国际支付方面, 欧元、日元和人民币是主要受益者, 占比分别上升了 3.1、0.4 和 0.4 个百分点; 在国际银行负债方面, 欧元和日元是受益者, 占比分别上升了 1.0、0.4 个百分点; 在外汇储备方面, 欧元份额回落 0.6 个百分点, 日元和人民币份额则分别上升了 1.5、1.1 个百分点 (见表 1)。

不过, 近五年美元在国际债务证券余额和全球外汇交易中的占比有所上升: 美元计价的国际债务证券余额占比上升 1.5 个百分点, 而欧元、英镑、日元和瑞士法郎占比则分别回落 1.9、1.2、0.4、0.6 个百分点; 全球外汇交易中, 2022 年美元占比为 88.5%, 较 2013 年上升 1.4 个百分点, 人民币和英镑占比分别上升 4.8、1.1 个百分点, 欧元和日元跌幅较大, 分别回落 2.9、6.3 个百分点。而且, 从绝对份额来看, 美元在上述指标中的占比均远高于其他货币 (见表 1)。

从 SDR 篮子货币权重来看, 由于 2017—2021 年期间美国出口份额、美元计值的国际银行负债和国际债务证券, 以及外汇交易份额均较 2010—2014 年有所改善, 因此美元在 SDR 中的权重不降反升 (IMF, 2022)。2022 年 5 月, IMF 在最新一次的 SDR 定值审查中将美元权重由 41.73% 上调 1.65 个百分点至 43.38%, 调整幅度大于人民币权重的上调幅度 (1.36 个百分点)。在美元和人民币之外的其他三种篮子货币中, 欧元权重下调幅度最大, 在 2015 年和 2022 年两次定值审查中, 其权重先后被下调 6.47、1.62 个百分点, 从 2011 年的 37.4% 降至 2022 年的 29.31% (见图 1)。

之所以美元权重上升而欧元权重下调, 主要是欧美经济基本面差异所致。新冠疫情暴发之前, 美

图1 2011年至今三次SDR篮子货币权重变化情况



国正在经历战后最长的经济扩张时期, 而欧元区正身患通货紧缩、经济停滞的“日本病”, 美国经济韧性明显好于欧洲。虽然 2008 年全球金融危机以及 2020 年新冠疫情暴发之后, 美联储实施了极度宽松的货币政策, 但欧元区在宽松道路上比美国走得更远, 除了量化宽松外, 早自 2012 年起就实施负利率。在主要货币“比丑”时代, 美国经济实力在发达经济体中保持相对强势, 加之美国拥有全球最具深度、广度和流动性的金融市场, 维护了美元在国际货币体系中的主导地位。

根据美国财政部的国际资本流动报告 (TIC), 截至 2022 年年底, 外国投资者持有美债余额 73033 亿美元, 较上年底下降 4371 亿美元, 创历史最大降幅。这项数据成为部分市场人士判断全球存在“去美元化”趋势的主要依据。但这一判断有失严谨。2022 年, 美国高通胀迫使美联储快速收紧货币政策, 推动美债收益率大幅上行。在剔除美债收益率上行、美债价格下跌带来的负估值效应 11537 亿美元后, 全年外国投资者累计净买入美债 7166 亿美元, 仅次于 2008 年的 7244 亿美元。外资美债持有名减实增, 表明全球出现的是“美元荒”而非“美元灾”。2023 年前 5 个月, 外资净买入美债 2879 亿美元, 同比增长 27%, 显示美债吸引力仍然较强 (见图 2)。

此外, 即便到 2022 年年底, 美元外汇储备份额从 21 世纪初的 70% 多降至 60% 以下, 但与美国在全球经济和贸易份额对比来看, 美元重要性并未

降低。2001—2022 年, 美元储备份额下降了 12.6 个百分点, 下降后仍相当于美国全球经济份额的 2.3 倍, 与 2000 年时基本持平; 相当于美国世界贸易份额的 5.4 倍, 而 2000 年时为 4.6 倍。这也是当今国际货币体系不平等的一个重要表现。

三、人民币国际化有进展却仍有大空间

从政策角度来看, 人民币完成了从非国际化货币向国际化货币的转变。改革开放之前, 作为外汇管制的一部分, 人民币被限制用于跨境计价结算, 并限制携带人民币现钞出入境。改革开放以后, 政府逐渐放松携带人民币现钞出入境, 以及人民币用于边贸本币计价结算的限制。2003 年年底启动香港^①银行办理个人人民币业务试点, 开始了人民币国际化进程。2008 年国际金融危机之后, 人民币国际化迎来重要的历史机遇, 在有关部门推动下, 人民币跨境使用范围不断扩大。不过, 在 2014 年之前, 官方文件从未正式出现“人民币国际化”的表述。由于 2015 年 IMF 将重新审议人民币加入 SDR 的事宜, 因此在 2014 年年底中央经济工作会议首次提出“稳步推进人民币国际化”, 2015 年年底十八届五中全会将“稳步推进人民币国际化”写入“十三五”规划建议。2020 年年底十九届五中全会提出“稳慎推进人民币国际化”, 2022 年年底党的二十大报告提出“有序推进人民币国际化”。政策表述发生变化,

① 本文所有“香港”字样指中国香港地区。

图2 外资持有美债余额和买卖美债净额情况

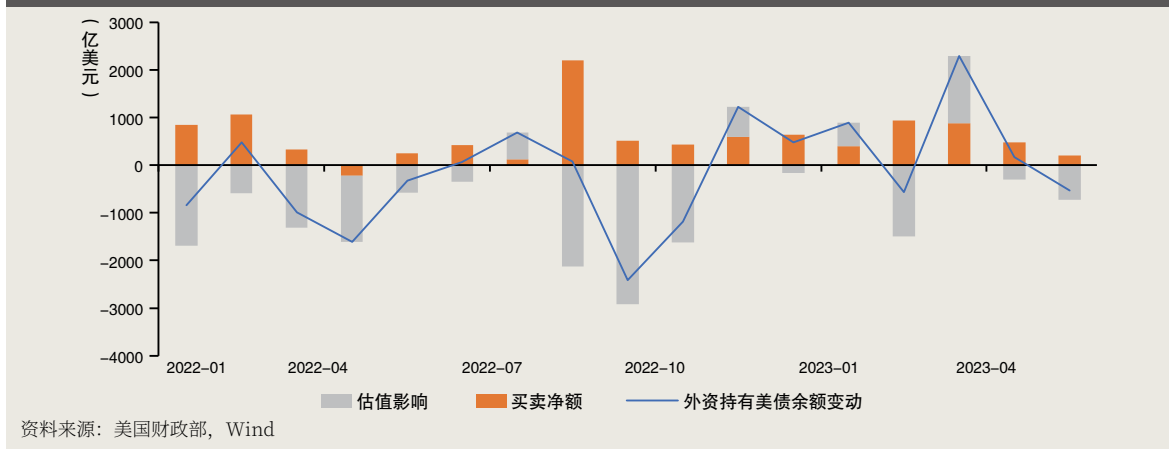
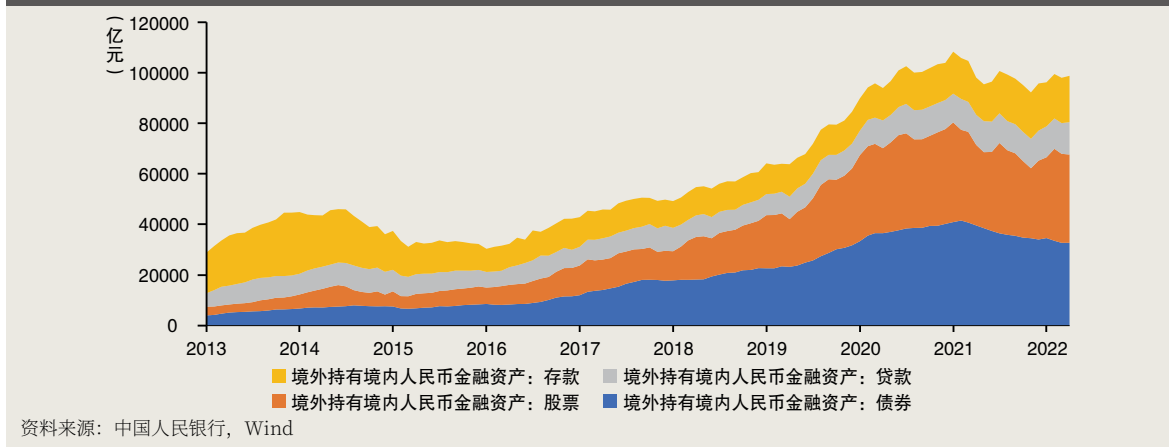


图3 境外投资者持有人民币金融资产构成情况



是因为2020—2022年，在新冠疫情持续冲击、美联储政策快进快出的背景下，中国经受住了跨境资本大进大出、汇率大起大落的考验，对外经济部门展现了较强韧性，因此在人民币国际化和金融开放上政策转向更为进取。

从市场角度来看，人民币国际化经历了由离岸驱动到在岸驱动的过程。2015年之前，外资持有人民币金融资产的主要途径是在香港持有人民币存款或者人民币点心债，再通过境外人民币清算行转存境内、对境内贷款或通过本外币合格境外机构投资者渠道买债。2015年“8·11”汇改初期，人民币汇率意外走弱，导致香港人民币存款大幅减少，从汇改前的近1万亿元最低降至2017年年初的5000亿元附近。部分市场人士据此认为人民币国际化出现停滞。但事实是，汇改之后，我国加快了在岸金融市场开放步伐，外资可以直接在境内购买人民币

股票和债券等金融资产，人民币国际化转为在岸驱动。截至2022年年底，境外投资者持有的人民币金融资产中，股票和债券合计占比为69%，较2015年5月底上升了34个百分点，而贷款和存款合计占比则降至31%（见图3）。

人民币国际化由离岸驱动转为在岸驱动验证了三个基本事实。第一，相较于离岸市场而言，在岸市场规模较大，且更具深度和广度，因此抵御内外部冲击的能力更强。例如，“8·11”汇改之后，香港人民币存款明显减少，单月最大降幅为836亿元，加剧离岸人民币贬值，从6.5上方跌至2016年年末的7.0上方；而2022年2月、3月，香港人民币存款月均降幅超1000亿元，但同期离岸人民币汇率较为强势，持续位于6.4上方。当时，在俄乌冲突爆发背景下，由于境内外人民币汇率走出了美元强、人民币更强的行情，人民币一度被贴上了“避险货

币”的标签。

第二，投资者存在本土投资偏好。在股票通业务双向开放之前，市场曾经担心国内股票估值偏高，开放之后会出现资本外流，影响国内金融市场稳定。但事实上，迄今为止，港股通每日840亿元的投资额度使用率并不高，大多数时间里使用率不足20%，港股通项下累计净买入额与境内居民储蓄存款余额之比最多仅有1.9%。尽管从2014年年底股票通业务开通至今，港股通南下资金累计净买入额超过了陆股通北上资金累计净买入额，但缺口最多也就5771亿元人民币，对跨境资金流动的影响有限。这在一定程度上可以归因为，本土投资偏好影响了内地投资者的分散化投资行为，即投资者对海外市场存在信息不对称的劣势，因而选择以本土投资为主。

第三，验证了金融开放与汇率僵化是危险的政策组合。理论和历史经验都表明，汇率机制缺乏灵活性是宏观上导致金融脆弱性的重要源头（易纲，2023）。以2022年为例，人民币汇率中间价从3月初的6.3014最低跌至11月初的7.2555，全年最大振幅高达15%。同期，中国民间对外净负债减少4656亿美元，其中因为人民币贬值，境外持有境内人民币金融资产[包括A股、人民币外债（含债务证券）、外商直接投资股权]折美元减少，贡献了民间对外净负债总降幅的90%。可以想象，如果人民币汇率还在6.30附近的话，我们看到的外资流出和市场购汇的压力要比现在大得多。相反，由于汇率弹性增加，及时释放了供求失衡压力，避免了单边预期积累。同时，保持汇率灵活，减轻了对资本外汇管制手段的依赖，拓展了国内货币政策的自主空间，提振了境内外投资者的信心。2023年上半年，在人民币汇率延续宽幅震荡行情、中美负利差继续走阔的背景下，陆股通累计净买入1833亿元，同比增长155%；债券通北上资金累计净卖出1111亿元，但同比减少75%。

在政策支持和市场需求驱动下，人民币在国际上的接受和认可程度逐步提高。目前人民币已经成为全球第五大外汇储备货币、外汇交易货币和国际支付货币，在SDR篮子中的权重仅次于美元和欧元。这些指标的排名显示，人民币国际化程度明显提升是不争的事实。不过，从绝对份额来看，人民币与美元、欧元仍然存在较大差距。并且，在SDR货币

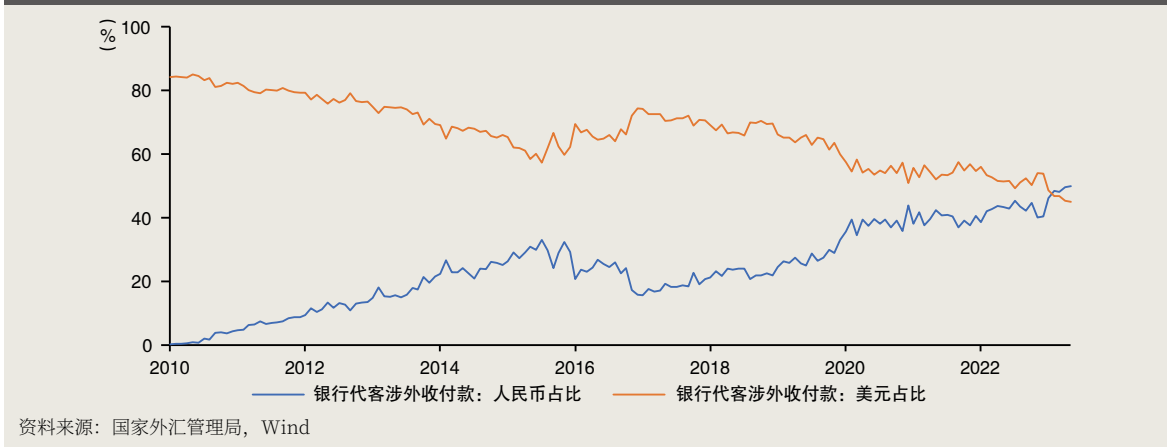
篮子中，美元、欧元、日元和英镑的储备份额均高于各国在全球的经济和贸易份额，而人民币的储备份额则显著低于中国的经贸份额，2022年人民币储备份额与中国经济、贸易份额比重分别仅为15%、22%，表明相对于中国在全球的经贸地位而言，人民币国际化进程仍然任重道远。

除上述国际指标之外，前期国家外汇管理局发布的中国跨境收付币种结构数据也引发市场对人民币国际化进展的关注。2023年3月起，银行代客涉外收付款中人民币占比连续超过美元，跃居境内涉外收付货币之首（见图4）。这部分印证了为规避汇率波动和地缘政治风险，中国对外贸易中使用人民币结算的占比上升。2023年上半年，货物贸易人民币结算金额与海关进出口额之比为24.1%，同比上升了6.5个百分点。不过，这不等于撼动了美元在国际支付中的地位。按照国际可比的SWIFT口径，到2023年6月，人民币在国际支付中的占比为2.77%，较1月份的年内低点上升了0.86个百分点；美元占比42.02%，上升了1.90个百分点。2023年上半年，人民币月平均占比2.33%，同比下降0.02个百分点；美元占比41.72%，上升了1.06个百分点。

两个指标之所以出现如此大的差异，主要原因在于统计范围不同。按照国家外汇管理局的定义，银行代客涉外收付款包括境内非银行部门和非居民之间通过境内银行发生的跨境收付款和境内收付款。可见，资金出境之后便不会被统计在跨境收付数据中。相比之下，SWIFT统计了国际支付的全流程数据，即不区分境内支付还是跨境支付。两种统计反映的结果差异，除统计口径的原因外，更深层次的原因是人民币主要用于中国对外双边经贸活动的计价结算，而美元作为全球性国际货币，具有较强的网络效应和路径依赖，被大量用于第三方国际交易的计价结算，现行国际货币体系依然是美元本位（Dollar Standard）的基本特征没有改变。

此外，人民币国际化发展不是线性而是非线性的。根据IMF的最新统计，到2023年第一季度末，全球人民币外汇储备份额为2.58%，为“四连降”，较2022年第一季度末的史上高点累计回落了0.25个百分点。这主要反映了外资减持境内人民币债券的影响。2022年4月至2023年3月，债券通项下，

图4 中国跨境收付币种构成



外资累计减持境内人民币债券 6689 亿元，其中累计减持人民币国债、政策性金融债和银行同业存单 5563 亿元人民币。同期，8 种主要储备货币之外的其他货币份额合计上升了 0.32 个百分点，日元、澳元、美元份额分别上升了 0.09、0.08 和 0.05 个百分点，欧元、英镑、加元份额分别回落了 0.22、0.04 和 0.03 个百分点，瑞士法郎份额基本持平（见图 5）。由此可见，过去一年来，非主流储备货币是国际储备货币体系多极化的最大受益者。

四、主要结论和政策建议

近年来，美国经济贸易实力下降，美国政府实施不负责的经济政策，并且滥用经济金融制裁措施，导致美元作为国际货币的许多功能均有所弱化，但美元仍然在国际货币体系中占据主导地位。2003 年以来，人民币在政策上完成了从非国际化货币向国际化货币的转变，人民币国际化经历了由离岸驱动到在岸驱动的过程。在政策支持和市场需求驱动下，人民币在国际上的接受和认可程度逐步提高，但相对于中国在全球的经贸地位而言，人民币国际化进程仍然任重道远。

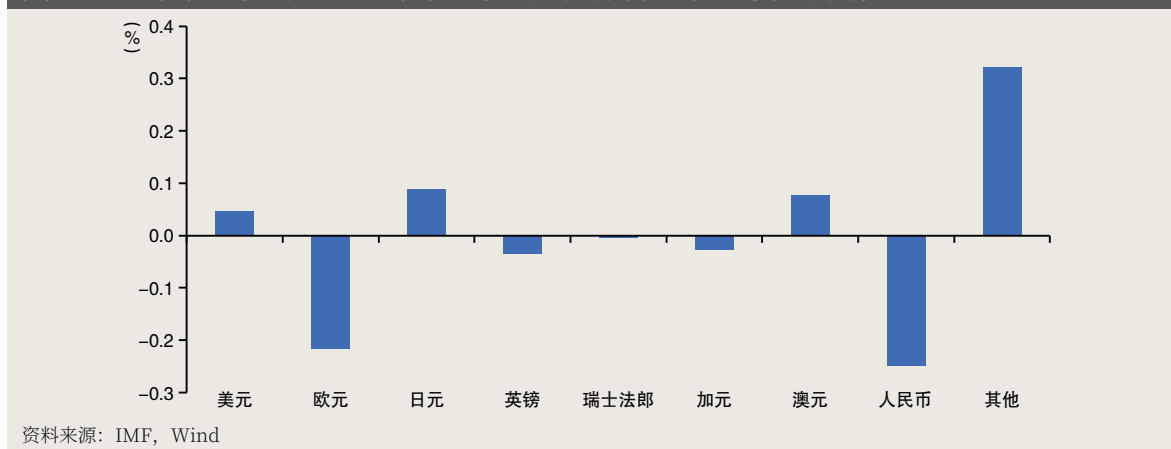
人民币国际化是顺应中国经济发展和改革开放的客观需要顺其自然、水到渠成的过程，不是零和游戏，不以挑战、取代其他货币为目标。有序推进人民币国际化关键是要把自己的事情做好，需要遵循内圣外王、顺势而为，政策搭台、市场驱动，低调务实、少说多做的策略选择，具体包括但不限于以下内容。

一是保持经济运行在合理区间。经济强则货币强。日元国际化由盛转衰以及欧元国际地位受损的根本原因都在于本国（地区）经济出现了长期停滞。2010 年以来，中国经济增速明显回落。当前国内经济虽然总体延续恢复态势，但结构性问题、周期性矛盾交织叠加，需求不足、预期较弱等问题较为突出。当务之急是全面深化改革开放，把实施扩大内需战略与深化供给侧结构性改革有机结合起来，实现经济运行持续整体好转，推动高质量发展取得新突破。

二是继续深化汇率市场化改革。1994 年年初汇率并轨以来，中国坚持实施有管理的浮动汇率制度。不过，近年来特别是 2019 年破 7 以来，人民币汇率市场化程度提高，有涨有跌、双向波动的弹性明显增强，有效发挥了吸引内外部冲击的“减震器”作用。与此同时，人民银行回归汇率政策中性，基本退出了外汇市场的常态干预，拓展了货币政策的自主空间。有序推进人民币国际化战略，需要继续深化人民币汇率形成机制的市场化改革。重点包括，不断增强市场的作用，由市场供求决定人民币汇率，给老百姓换汇自由，但不承诺资本项目可兑换，保持在极端情况下进行资本管制的选项（易纲，2023）。

三是稳步推进制度型对外开放。制度型开放的终极目标是与国际经贸的最高准则接轨，长远目标是实施负面清单管理，现实意义在于维护开放政策的权威性、连续性和稳定性，减少政策反复对市场主体带来的伤害。2022 年，境内外汇市场出现了较大波动，人民币兑美元汇率从 6.30 附近最低跌至 11 月初的 7.32 附近，创 2008 年以来新低。不过，

图5 2022年第二季度至2023年第一季度主要储备货币全球份额变化



即便在这种极端行情下,国内监管部门并没有采取2015—2016年期间的资本外汇管制措施,提振了境内外投资者信心。

四是进一步健全金融基础设施。2023年3月初的国新办会议上,国家外汇管理局局长潘功胜指出,推进人民币国际化的政策方向,包括完善人民币跨境投融资交易结算等基础性制度,完善跨境人民币基础设施,扩大清算行网络等。此外,由于在岸市场和离岸市场发展状况、管制程度、监管框架、市场参与主体之间存在差别,两个市场之间的汇差持续存在,为市场主体提供了套汇空间(谭小芬等,2019)。在人民币国际化程度提升的背景下,建议可以从扩大交易主体、丰富交易产品、放松交易限制入手,加快培育在岸外汇市场,更好实现与离岸外汇市场的协调联动发展。此外,可考虑进一步完善人民币汇率中间价报价机制,例如,在定价公式中纳入离岸人民币汇率,增强中间价的代表性。

五是进一步深化国际经贸合作。人民币国际化要回归金融服务实体经济的本源。2022年以来,在海外高通胀、主要央行持续紧缩货币政策背景下,中国坚持实施稳健的货币政策,人民币从高息货币转为低息货币,境外使用人民币资金进行融资的意愿增强。政府可以利用“一带一路”、区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)、上合组织、金砖国家等国际经贸合作机会,支持和鼓励用本币计价结算,进一步发挥人民币的融资功能,扩大人民币跨境使用范围。

六是大力培育人民币市场需求。近年来人民币国际化水平的提高离不开政策支持,但归根结底,

人民币国际化进程最终仍取决于市场主体对人民币的接受和使用程度。因此,政府部门要引导境内企业用好现有政策,下大力气培育市场对人民币跨境使用的需求,金融机构要改进相关金融服务。

七是进一步对外讲好中国故事。高调的人民币国际化口惠而实不至,反而容易招致外界无端的猜忌和精致的算计。近年来人民币国际化快速发展,受益于双边和区域经济合作的深化,但外界时常有中国借此对外输出过剩产能、制造债务陷阱等噪声,试图以此抹黑中国。对此,有关部门、机构和企业要及时给予有力回应,维护中国形象。此外,还要平常心看待资本流动和汇率涨跌。否则,货币国际化和金融开放就是“自找麻烦”。

参考文献:

- [1] 陈卫东. 国际货币体系改革与中国的战略抉择[J]. 国际金融, 2015(7): 17-21
- [2] 谭小芬、张辉、杨楠、金玥. 离岸与在岸人民币汇率: 联动机制和溢出效应——基于VAR-GARCH-BEKK模型的分析[J]. 管理科学学报, 2019(7): 52-65
- [3] 易纲. 货币政策的自主性、有效性与经济金融稳定[J]. 经济研究, 2023(6): 19-29
- [4] 郑联盛. 美国金融制裁: 框架、清单、模式与影响[J]. 国际经济评论, 2020(3): 123-143+7
- [5] IMF. 特别提款权定值方法审查[EB/OL]. 2015
- [6] IMF. Review of the Method of Valuation of the SDR[EB/OL]. 2022

(责任编辑: 冯天真)