

人民币国际化的历史进程与新机遇

周诚君

摘要: 在人民币国际化初期,人民币主要用于中国跟周边国家间的国际贸易结算。2016年以后,人民币国际化的逻辑发生了变化,大量境外市场主体持有人民币资产主要是为了投资增值。本文首先介绍了人民币国际化的逻辑变化,又从几个方面阐述了人民币国际化新机遇的逻辑与动因,探讨了包括金融市场的进一步开放助力人民币国际化、外汇市场开放与人民币国际化、金融开放中的“本币驱动”和“本币优先”原则、人民币国际化条件下人民币汇率机制的深刻变化等问题,并对“双循环”新发展格局下的人民币国际化进行展望。

关键词: 人民币国际化;人民币汇率;“双循环”新发展格局

中图分类号: F832 **文献标识码:** A

一、人民币国际化的逻辑已发生变化

虽然人民币国际化只走过了短短 11 年的路程,但还是取得了不少成绩。最近几年,人民币国际化已经发生了一些变化。在人民币国际化初期,人民币主要用于中国跟周边国家间的国际贸易结算。在此期间,人民币总体上持续升值。在 2009—2014 年间,人民币升值了近 40%。中国在 2001 年加入 WTO 以后,迅速成为全球最大的国际贸易国家,推

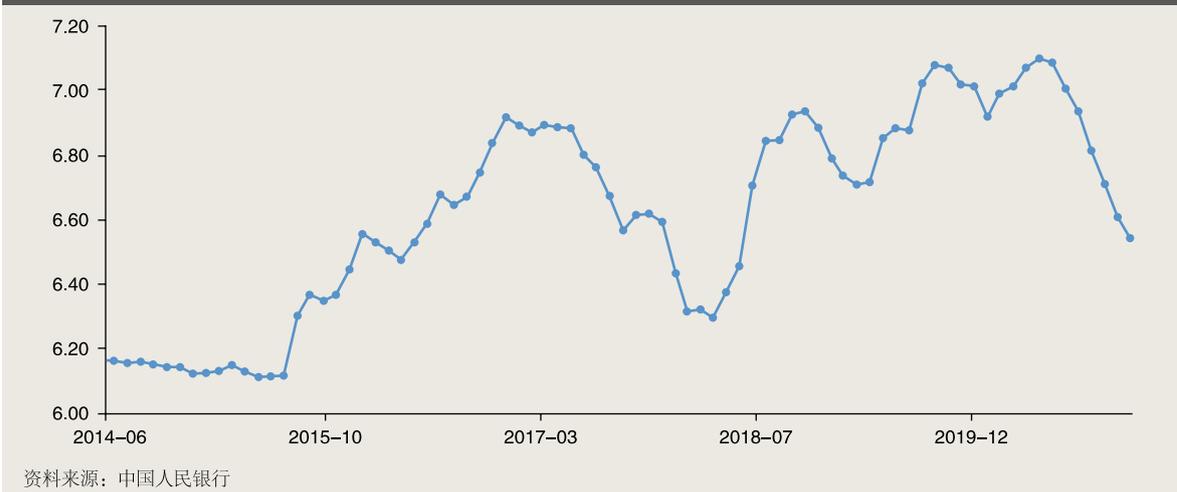
动人民币的国际使用量从 2009 年刚开始的全年只有几十亿元,增长到 2015 年突破了 10 万亿元。伴随着这个过程,人民币的国际使用不断推进。

但 2016 年以后,人民币国际化的逻辑发生了变化。第一,中国的外贸进出口盈余占 GDP 比率从早期的超过 10% 降到了不到 2%。第二 2015 年“8·11”汇改后,人民币有了明显的贬值压力。贬值压力在 2016 年显得非常突出。2014 年下半年,媒体和学界都在讨论人民币汇率会不会“破 6”,进入 5 的时代;而到了 2016 年下半年,大家都在担心人民币会不会“破 7”(见图 1)。从业务创新与发展、国际社会对人民币的接受程度来说,这期间人民币国际化还是在不断前进。

此时,人民币国际化的逻辑,以及境外市场主体接受、使用、投资和持有人民币的动机,实际上都已发生了非常深刻的变化。更多境外市场主体持有人民币的原因,已经从早期的贸易结算工具逐步转变为一种投资增值的资产,形成了人民币投资和储备资产。在 2016 年前后,伴随着人民币加入 SDR,中国人民银行和国家外汇管理局出台了一系列开放国内金融市场的举措。要使人民币成为国际储备货币,首先必须开放金融市场,允许境外央行、主权财富类投资者进入中国市场,购买人民币计价的金融资产。

作者简介:周诚君,中国人民银行金融研究所所长。

图1 美元兑人民币月度平均汇率



总体而言，人民币金融资产非常有吸引力。以10年期国债回报率为例。在大多数国家，这一典型的无风险回报率指标，往往是其金融市场和金融资产的定价基准。当前，美国的10年期国债回报率约为0.91%；欧洲的10年期国债回报率则为零或者更低，例如，德国大概在-0.6%，法国约为-0.3%；日本的该指标通常都为0左右。相比之下，中国的10年期国债回报率高达3.3%。对于境外的国际投资者，购买我国的这一基本上没有风险的10年期国债产品，比投资美国10年期国债，回报率要高240个bp左右。如果按照我国2015年、2016年10年期国债回报率超过4%计算，利差则更高。只要开放市场就会有大量的境外投资者愿意进来，购买、持有人民币计价的金融资产，以分享人民币资产高回报率的好处，分享中国经济快速增长的红利。尤其是新冠肺炎疫情暴发后，国际金融市场动荡，国际投资者很难找到相对安全又回报率较高的资产。此时，人民币越来越多地体现出安全资产的特性。2020年1—8月，境外投资者增持的人民币资产规模突破了1万亿元，仅2020年7月当月，增持规模就超过5600亿元。

二、人民币国际化新机遇的逻辑与动因

（一）金融市场的进一步开放助力人民币国际化

国际投资者，无论是央行类投资者、主权财富

类投资者、其他境外合格机构投资者，都愿意进入中国金融市场购买、持有、投资人民币计价的金融资产。境外投资者能购买、投资、持有人民币资产的原因在于，我国金融市场越来越广泛地对外开放，允许合格境外投资者购买金融产品，包括股票、债券、基金、理财产品等。因此，现阶段的人民币国际化进程已经与我国金融市场的深层次开放密切地联系在一起。

（二）外汇市场的开放与人民币国际化

境外市场主体一旦要购买或者投资、持有人民币资产，就意味着他持有了非本币计价的金融资产，这需要境外市场主体至少要做两件事：一是进行流动性管理，以确保有一部分资金能随时用于国际支付和购买，或用于债务清偿。二是进行汇率风险管理，规避持有这些非本币金融资产导致的货币错配风险，对这部分非本币头寸和资产进行对冲交易、套期保值。这就意味着，对于持有人民币资产的非居民投资者而言，需要有一个随时可开展交易的人民币外汇市场，从而使这些非居民投资者在投资、持有人民币资产后，能随时进行相应的流动性管理及套期保值交易。此时，考察人民币国际化和金融市场开放的关系，需要意识到，金融市场的开放，绝不仅仅是人民币资本市场、货币市场对境外投资者的开放，还要包括开放外汇市场，让境外市场主体能进行良好的人民币流动性管理，以及进行持有人民币资产后的外汇风险对冲交易。



（三）金融开放中的“本币驱动”和“本币优先”

在金融市场双向开放的过程中，面临一个选择什么币种实现资金跨境流动的问题。在我国金融市场对境外市场主体开放的过程中，国际投资者到中国市场购买金融资产，一种方式是带着美元、港元、欧元等货币进来，另外一种方式是带着人民币进来。对此，笔者一直强调“本币优先”和“本币驱动”，希望境外投资者进入中国金融市场的时候，更多是带着人民币来，而不是带着美元来。这是因为，金融市场开放导致的跨境资金流动，与跨境货物贸易和直接投资条件下结算导致的跨境资金流动是很不一样的。例如，一艘远洋货轮运输的货物在进出口时产生的跨境结算，从货物装载、交货到完成相应的支付结算，是有一定时滞和周期的，商业银行先开信用证，出口方发货，远洋货轮运输，海关验货，最后商业银行根据进口方指令和相关单据进行跨境结算，可能需要一两个月。再例如，对于一笔跨境直接投资，通常银行在提供直接投资资金跨境结算服务时，也首先要进行真实性审核，如审核跨境投资审批部门的核准文书、董事会决议、验资证明材料等，之后才会决定是否进行跨境结算。因此，在经常项下和直接投资项下，跨境资金结算通常首先要强调“实需”原则，交易结算要出于真实交易背景。此外，金额相对有限，对于单笔的进出口贸易或者直接投资而言，金额总是相对有限的。另外，资金

的拨付、结算通常也有周期或者时滞，其过程相对可观测、可监控。

但金融市场开放，特别是在资本市场、资本账户开放条件下，资金的跨境流动会呈现出截然不同的特点。商业银行在提供跨境结算的时候，很难要求投资者事先提供“真实性”依据，包括海关单据、出口退税等进出口证明，以及类似于直接投资审批部门提供的核准文件。国际投资者通常都是分级授权投资，不同的投资经理在不同的投资决策授权下开展投资，买卖决策通常取决于其对市场的判断、预期、风险偏好和流动性管理需要等。因此，商业银行在为其提供跨境结算时，实际上无法事前对投资者的“真实交易背景”进行审核，跨境资金结算需在国际投资者进入市场、开展投资交易前完成。同时，还要确保跨境结算是高效率的，否则，金融市场瞬息万变，跨境结算效率不高，可能意味着投资者错失买进或卖出的机会。因此，本文认为，金融市场开放过程中，跨境资金结算具有“无因”特征，商业银行无法像货物贸易和直接投资跨境结算那样，针对金融账户跨境投资所需的资金跨境结算，进行事前真实性审核。不仅如此，金融项下的资金跨境结算还有另外两个不同于货物贸易和直接投资跨境结算的特点：一是“大额”，二是“高频”。经常项下，一船货物可能价值5000万元，需要三个月才完成货物交付，验收后才完成资金结算；直接投资项下，一个投资项目可能20亿元，但从董事

会作出决策，到跨境投资审批部门核准，再到东道国验资注册完成，往往也要经历多个环节和较长时间。相比之下，金融市场投资则截然不同：国际投资者通常都是大规模的机构投资者，相当一部分是中央银行或主权财富基金，持有资金规模数亿、数十亿美元很常见，上百亿、千亿美元也不鲜见。同时，由于金融市场风云变幻，投资者的风险偏好、预期和流动性管理的需要也在不停发生变化，因此，往往需要围绕其头寸和风险管理、流动性管理，进行频繁交易，并产生数额巨大的累计交易量，量级往往超出一般的货物贸易或直接投资结算规模。

因此，伴随着金融市场、资本市场的开放，必然会产生大量“无因、高频、大额”的跨境资金流动。在这种情况下，如果跨境资金不是以本币结算的形式实现，而是以其他国际货币的形式实现，例如，以美元实现，则这些大规模的美元通过跨境结算进入中国市场之后，首先要在我国国内外汇市场兑换成人民币，用以购买人民币金融资产；其次，这些国际投资者为了进行良好的流动性管理和汇率风险对冲需要，还要在国内外汇市场开展频繁的人民币外汇交易。这将对我国境内货币市场和外汇市场产生较大的冲击，影响市场供求和作为价格的人民币汇率和利率。同时，这种“无因、高频、大额”的以外币方式实现的跨境资金流动，由于必须要在境内市场进行本币兑换，必然会影响境内的货币供应量、影响境内货币市场的流动性，从而对货币政策产生较大的冲击。过去我国经常项目产生大量盈余时，通常都是中央银行在市场上购买外汇，否则会产生汇率升值的压力，但央行购汇就必然意味着基础货币的投放，需要想办法进行对冲，货币政策独立性就会受到很大影响。不仅如此，因为美元的最终清算和流动性支持都取决于美联储，中国人民银行没有办法提供最终的清算安排和流动性保障，在汇率制度安排不够灵活、跨境资本流动大进大出、对国内经济造成显著外部冲击时，往往会导致外汇管理的被动：要么受制于人，要么不得不借助于外汇管制。问题是，金融市场和金融账户开放条件下，实际上是很难避免资金大进大出的。

反过来，如果金融市场开放过程中，鼓励或者要求国际投资者选择以人民币实现跨境结算，或者

简单地说，让境外市场主体带着人民币进来，那么上述这些问题都将迎刃而解。首先，没有境内币种兑换的过程，也就没有境内外汇市场交易的需求，也不会对境内的外汇市场、货币市场产生直接冲击。其次，人民币跨境流动，流到全球任何一个国家，最终都体现为我国境内的同业存款，只会改变人民币存款的结构，而不会改变存款的总量，因此，不会影响我国货币供应量，也就不会影响我国货币政策的独立性。更重要的是，人民币完全由中国人民银行发行、投放，其最终清算、流动性保障，都会牢牢地掌控在我们自己的手里，不管是价格还是数量，我们都具有主动权。所以就这个角度而言，本文主张跨境资金流动，尤其是资本和金融项下开放过程中的跨境资金流动，要强调本币主导、本币优先。

当然，境外市场主体带着人民币进入中国市场，就意味着他必须要先在境外离岸市场完成兑换，并开展相应的流动性管理和汇率风险的对冲交易。也就是说，所有的过程及其影响都将发生在离岸人民币市场，进而传导到境内市场。有人认为，就此而言，是否带着人民币进入中国市场是“背着抱着一沉”，都会影响到境内货币政策与金融稳定。本文认为，这实际上是一个“不可能三角”的取舍问题，是中央银行要不要、想不想管理或干预外汇市场及其价格决定的问题。把兑换环节交给离岸市场，意味着顺应国际投资者需求和市场的一般规律，把人民币汇率交给全球投资者以及全球人民币外汇市场交易来决定。本文认为，既然希望人民币成为国际货币，就无法避免人民币离岸外汇市场在市场深度、交易活跃度等方面都将超越在岸市场，就必须选择资本和金融账户充分开放，跨境资金自由流动，在岸、离岸市场充分打通和一体化，并在此基础上，实现央行货币政策的真正独立。实际上，这也是任何一种国际货币的一般规律。

（四）人民币国际化条件下人民币汇率形成机制的深刻变化

在推动人民币国际化的过程中，本文主张由本币主导，境外市场主体在境外离岸市场完成人民币的兑换。这就意味着，人民币对其他货币的兑换市场主要在离岸，离岸人民币外汇市场较之在岸人民

币外汇市场可能规模更大、发展更充分、交易更活跃、更有深度，从而使得离岸人民币外汇市场及其交易，将在人民币汇率的形成和决定中发挥更重要的作用。

短期看，汇率取决于外汇市场的供需。特别是对于国际货币而言，是全球的市场主体持有这种货币及其资产，并在全球外汇市场上进行频繁且有深度的交易，最后形成均衡价格。以美元为例，全球美元外汇市场日均交易量约6万亿美元，其中4.8万亿发生在美国境外，剩下的约1.2万亿发生在美国本土。决定美元汇率的就是这日均6万亿美元的全球美元外汇交易，其中更重要的是日均4.8万亿美元的离岸美元外汇交易，而且离岸美元外汇交易一般不受美联储监管，美国财政部、白宫更无法监管。

人民币也不例外。未来如果有大量分布在全球的非居民投资者持有人民币资产，当他们进行广泛的流动性管理与套期保值交易时，就需要在全球人民币外汇市场上进行人民币的外汇交易。这时，就是全球的人民币外汇交易决定人民币汇率。现在，我们已经看到了这个趋势。大概折合2840亿美元的全球人民币日均外汇交易中，只有1200多亿美元的交易发生在中国境内，其他的1600多亿美元都发生在离岸市场。事实上，中国人民银行难以干预和决定离岸的人民币外汇交易及其价格形成。随着人民币国际化的推动，最终人民币汇率要交给市场，而且是交给全球人民币市场。因此，我们看到，虽然近期人民币升值，但央行已经不再对人民币汇率进行常态化干预，而是把人民币汇率更多地交给市场决定。本文认为，对于任何一个国际货币，它的汇率一定是由市场交易决定的，而且更多是由离岸市场交易决定的，中央银行难以决定其汇率。

三、“双循环”新发展格局下的人民币国际化

“不可能三角”告诉我们，一个国家在货币政策的独立性、固定汇率和跨境资本的自由流动三个目标中，只能实现其二，必须放弃一个。如果中国央行管不了人民币汇率，或者说放弃固定汇率目标，那么它可以选择的两个目标就非常清晰：一是货币政策保持独立性；二是跨境资本实现自由流动，

也就是真正意义上的金融开放、资本项目可自由兑换。货币政策的独立性对于中国这样的经济金融大国而言具有重要意义。货币政策服务于宏观经济，只有货币政策具有充分的独立性，才能支持实体经济更好地面对外部冲击；同时，人民币要实现国际化就必须保证人民币有信誉，这也需要中央银行的货币政策必须具有非常明确的独立性。这是货币赢得国际认可和信任的基础。

另外，如果进一步考虑十九届五中全会所提出的构建“双循环”新发展格局的要求，以及实现更高水平的对外开放目标，那么在下一步调整中，我们仍然要着眼于全球，推动我国企业在全局范围内布局生产线和优化配置资源，实现供应链调整、产业结构升级和价值链跃迁。在这种情况下，在新一轮的全球化格局和供应链产业链调整中，中国企业又该怎样在全球范围内布局生产线和优化配置资源呢？经济学的基本原理告诉我们，按照市场机制形成的价格信号进行资源配置，往往能够实现福利改进和帕累托最优。那么，中国企业下一步依靠怎样的价格信号在全球范围内配置资源呢？本文认为，应该依靠市场化的人民币汇率形成机制和市场化的人民币汇率价格信号。在人民币成为国际货币、国际投资者广泛持有人民币资产并在全局广泛开展人民币外汇交易的情形下，一方面，会形成市场化的人民币均衡汇率；另一方面，会使与中国有密切投资贸易往来的国家、尤其是周边国家和“一带一路”沿线国家的货币钉住人民币，使人民币成为这些国家的“货币锚”。由此形成的人民币汇率，会成为下一步中国企业在全局范围内调整供应链与生产线、推动产业结构升级的一个非常好的价格信号。

参考文献：

- [1] 周诚君：关于人民币汇率形成机制和基础设施互联互通的思考[J]. 债券，2020（10）：19-22
- [2] 周诚君：人民币将更快转向金融交易和国际储备货币[N]. 金融时报，2015-11-16
- [3] 周诚君、傅勇、万阿俊：人民币升值是影响中国出口的主要因素吗——理论与实证研究[J]. 金融研究，2014（11）：1-21

（责任编辑：赵廷辰）