

稳慎推进人民币国际化：目标定位与策略优化

沙文兵

(安徽财经大学, 安徽 蚌埠 233030)

摘要: 人民币国际化路线图在 2018 年前后发生了明显转变, 但两个阶段的路线图都蕴含着潜在金融风险。基于大国竞争与地缘政治关系、美元惯性、中美经济规模差距、国内金融市场发展水平、潜在收益与风险考量等多视角的分析表明, 人民币国际化的目标定位应是货币正常化, 而非成为主导性国际货币。为稳慎推进人民币国际化, 从需求面来看, 只有培育非居民对人民币的真实且持续的需求, 才能避免人民币国际化对国内金融稳定的威胁, 实现人民币国际化的可持续发展; 从供给面来看, 主要是培育发达的国内金融市场, 实现金融市场的深化和广化, 并提高其开放程度, 以提升人民币对非居民的吸引力和可得性, 降低与人民币国际化相关的金融风险。

关键词: 人民币国际化; 目标定位; 需求面策略; 供给面策略

中图分类号: F830.2

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2022) 04-0001-13

自 2009 年作为一项国家层面的战略安排被提上日程以来, 人民币国际化已经走过 10 余年的历程, 取得了不俗的进展。根据环球银行金融电信协会 (SWIFT) 发布的数据, 人民币在国际支付中的占比从 2011 年 12 月的 0.29% 上升到 2021 年 7 月的 2.19%, 人民币已连续多年成为全球第五大或第六大支付货币、第三大贸易融资货币。据国际清算银行 (BIS) 发布的《三年期中央银行调查报告》, 人民币在全球外汇交易中的占比从 2010 年的 0.86% 上升到 2019 年的 4.3%, 全球排名由第 17 位跃升至第 8 位。另据 IMF 数据, 人民币占全球已探明官方外汇储备的份额从 2016 年第 4 季度的 1.07% 上升至 2021 年第 1 季度的 2.45%, 为全球第五大国际储备货币。不过, 与主要国际货币相比, 人民币国际化水平还很低。譬如, 人民币在全球已探明官方外汇储备中的份额仅约为美元的 4%、欧元的 12%、日元的 40% 和英镑的 50%。因此, 人民币国际化之路依然任重道远。笔者通过对 10 多年来人民币国际化路线图及其风险的分析, 探讨人民币国际化的目标定位与总体原则, 并分别从需求面和供给面提出稳慎推进人民币国际化的策略。

一、人民币国际化 10 年之路

(一) 人民币国际化路线图变迁

2018 年前后, 人民币国际化路线图发生明显变化, 据此可以将迄今为止的人民

作者简介: 沙文兵, 安徽财经大学国际经济贸易学院教授, 研究方向: 国际金融。作者感谢硕士研究生解晓洁、陆文琪、常雨晴、段黛玮和彭徐彬在本文写作中的贡献。

基金项目: 国家社会科学基金重点项目 (项目批准号: 16AJL012)。

币国际化进程划分为两个阶段（张明和李曦晨，2019）。

1.2009~2017 年：跨境人民币结算 + 离岸市场 + 配套基础设施

首先，人民币国际化进程从跨境贸易人民币结算开始，并迅速扩展至全部经常项目和大部分资本项目。以跨境本币结算作为人民币国际化的突破口，是由中国在全球贸易领域中的地位所决定的。作为全球最大贸易体和亚洲供应链的中心，人民币具备跨境使用的前提条件（Maziad and Kang，2012）。因为，国际贸易是货币使用的天然环境，一国贸易规模越大，在国际结算中使用该国货币的机会就越大，越有可能形成国际货币的网络外部性（张文佳，2013）。

其次，在人民币国际化初期，人民币回流主要通过香港等离岸人民币市场实现。这是在国内金融市场开放度不足情况下为国际市场提供本币流动性与投融资渠道的必要途径（丁一兵，2016）；发展离岸人民币金融中心，可以促进人民币在离岸市场的交易与清算，也有助于在境外向非居民提供更多人民币计价资产，以鼓励其长期持有人民币（张明，2013）。

最后，大力推动人民币跨境支付系统（CIPS）、人民币跨境收付信息服务系统（RCPMIS）、人民币清算机构安排和双边本币互换等基础设施建设。CIPS 与 RCPMIS 能够提升人民币跨境结算效率，便利中国人民银行对人民币跨境收付进行宏观审慎监管（管晓明，2016）；人民币清算机构为人民币跨境收付与离岸金融业务提供资金清算、结算服务；双边本币互换则为境外人民币市场提供流动性，当离岸市场上对人民币的潜在需求超过其供给时，外国央行可以通过启用与中国央行的本币互换，获得额外的流动性以满足潜在需求（张明，2013）。

2.2018 年之后：大宗商品人民币计价 + 国内金融市场开放 + “一带一路”建设中人民币的使用

其一，推动大宗商品人民币计价。2018 年 3 月 26 日，以人民币计价的原油期货合约在上海国际能源交易中心（INE）挂牌交易，同时引入境外交易者；此后不久，以人民币计价的铁矿石期货合约、精对苯二甲酸（PTA）期货合约和 20 号胶期货合约相继上市，并引入境外交易者。这 4 种大宗商品都是与中国实体经济息息相关的原材料，以人民币作为其计价货币，并引入境外交易者，不仅有助于提升期货市场服务实体经济的功能，更有助于培养人民币作为国际计价货币的惯性，提升其国际影响力。

其二，由于离岸市场难以为非居民提供足够的人民币计价金融产品，2018 年以来中国政府加快了国内金融市场的开放步伐（张明和李曦晨，2019）。主要措施包括：增加“沪股通”和“深股通”每日额度，开放证券投资项下跨境人民币购售业务，取消中资银行和金融资产管理公司外资股比限制，取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制，实现金融业准入负面清单清零等。

其三，推动“一带一路”建设中的人民币使用。基础设施建设作为实现“五通”的关键，对“一带一路”倡议至关重要，由此派生出的大量资金需求与投资机会给

人民币国际化提供了极大的发展空间。依托“一带一路”建设，通过开放性金融与基础设施建设，可以扩大中国对外投资中的人民币计价结算比例，培养人民币的海外真实需求，推动非居民把人民币作为计价与储备货币（张明和李曦晨，2019）。

（二）人民币国际化路线图风险分析

1. 2009~2017年人民币国际化路线图的风险

从2009~2017年人民币国际化路线图的特点来看，一方面过于侧重人民币结算功能，另一方面过分倚重离岸市场。而这两者的发展在很大程度上又都依赖于人民币升值预期的推动，容易造成人民币国际化的“泡沫化”或虚假繁荣，因其具有不可持续性而存在逆转风险，2015年之后人民币国际化陷入停滞即为例证。

首先，2009年人民币国际化战略启动之后，政策层面的主要措施是推动跨境贸易、投资活动的人民币结算，相对忽视计价功能的培育。对于进出口企业而言，选择以本币进行贸易计价，意味着将汇率风险转嫁给贸易伙伴。因此，贸易计价货币的选择很大程度上取决于进出口企业的议价能力，而企业议价能力的大小又取决于其在国际市场上的竞争力。由于中国企业大多处于价值链中低端，其产品的可替代性较强，在国际市场上的议价能力较弱，难以说服外国企业接受人民币计价，于是实践中常以人民币结算、但仍以美元计价（何帆等，2011）。这不仅未能降低中国企业面临的汇率风险，更重要的是还导致美元外汇储备不减反增：从2009年的2.4万亿美元增至2014年的3.84万亿美元，因而并未降低对美元的依赖。随着人民币跨境贸易结算的发展，中国对美元风险的暴露非但没有下降，反而不断上升（殷剑锋，2011）。

其次，过分倚重离岸市场在人民币国际化进程中的作用，国内金融改革相对滞后。离岸市场与在岸市场的利率、汇率形成机制不同，妨碍了内地自主推进利率与汇率市场化改革，为境外投机资本套利、套汇行为提供条件，导致跨境套利、套汇活动大行其道（张明和何帆，2012；余永定，2014）。在岸金融改革滞后导致国内金融市场缺乏深度、广度与流动性，非居民对人民币资产的可获得性与投资机会非常有限，在抛开投机需求之后，其对人民币的真实需求明显不足。2015年“811”汇改之后，人民币对美元单边升值预期消失甚至发生逆转，非居民持有人民币资产的意愿随之下降；加之中美货币政策分化、利差收窄，引发套利资本大规模外流（张明和李曦晨，2019），国内金融风险有所上升。可见，离岸市场对人民币国际化虽有促进作用，但绝非决定性力量；人民币国际化更多地取决于国内经济与政治条件，不应过分强调离岸市场的作用（Cheung，2014）。

最后，无论是推动人民币结算，还是发展离岸市场，都依赖人民币升值预期，或者让利于外国企业，这容易造成人民币国际化的虚假繁荣。以贸易结算为例，由于外国企业使用人民币的成本较高，除非中国企业能够在价格上给予让利，或者存在人民币升值预期，否则外国企业往往不太愿意接受人民币结算。Chey（2015）以韩国为例的研究指出，在人民币—韩元直接交易推出之前，韩国企业如果使用人民币与中国企业进行贸易结算，需先用韩元购买美元，再用美元购买人民币，由此导

致双重汇兑损失和汇率风险。因此，当人民币出现贬值预期，或者中国企业无法持续提供价格让利时，仅作为结算货币的人民币国际化进程极易发生逆转。同样，离岸市场的发展也与人民币汇率走势及其预期密切相关。当人民币处于升值通道或存在升值预期时，大量人民币资金会流向离岸市场；反之，一旦升值预期逆转，离岸人民币则会大规模回流，冲击国内金融体系。

2. 2018 年之后人民币国际化路线图的风险

与 2009~2017 年相比，2018 年之后的人民币国际化路线图更加注重对人民币真实境外需求的培养，因而其风险相对较小。然而，过快的国内金融市场开放同样容易导致金融风险积聚，原因在于：

首先，国内金融改革尚未完成，表现为国内银行体系尚不够健全、市场化的利率和汇率形成机制尚待完善等。譬如，利率市场化改革虽然允许商业银行等金融机构根据市场资金的松紧程度调整存贷款利率，但并未实质性解决资金供求双方的金融选择权问题，金融机制没有改变（王国刚，2019）；人民币汇率形成机制改革使得汇率弹性有所增大，但仍不足以支撑金融市场进一步开放下的大规模跨境资本流动冲击；作为利率与汇率市场化改革的直接承受主体，国内银行体系仍然较为脆弱，存在资产结构不合理、货币错配和期限错配等问题，面对金融业全面开放和外国银行的竞争，国内银行的经营风险上升，容易引发银行体系的系统性金融风险。

其次，国内金融市场发展水平尚未得到显著提升。国际货币的重要职能之一是价值贮藏，这要求外国投资者可以自由进入该货币计价的债券市场（Hasegawa, 2018）。国际货币发行国需要发展一个有广度、有深度且流动性好的国内金融市场，以便在为非居民提供更多、更便捷的投资渠道的同时，承受金融开放之后大规模跨境资本流动冲击而不至于发生价格的剧烈波动。中国金融市场发展至今，仍然由大型国有商业银行主导，企业融资主要来自银行贷款，债券和股票市场发展则相对不足（Cruz et al., 2014）。在国内金融市场缺乏深度、广度和流动性的情况下过快开放国内金融市场，容易遭受大规模跨境资本流动冲击，加剧国内金融体系风险。

最后，国内金融监管制度尚未完善。一是金融监管制度建设相对滞后于多元化金融市场发展的速度，尚未形成统一高效的监管体制。二是仍然存在金融资产过度扩张，放大金融杠杆率；部分风险资产未纳入银行资产负债表，银行资本充足率与风险拨备率虚高（宋士云和宋博，2019）。在此情况下，过快开放国内金融市场会使得国内金融体系承受较高风险。

二、人民币国际化的目标定位与基本原则

（一）人民币国际化目标：“主导性国际货币”还是“货币正常化”

2008 年全球金融危机爆发之后，美国为维护其自身利益而损害各国美元资产价值的行为，引起了国际社会对于美元主导的现行国际货币体系的强烈不满。在此背景下，为取得更多地缘政治影响力，并实现经济政策的自主性（Cohen, 2017），

中国政府于 2009 年正式启动人民币国际化战略，引发了国内外学术界对人民币国际化问题的研究热潮。不少研究探讨了人民币国际化的目标与前景，并形成了 3 种主要观点。一是认为人民币可能最终挑战美元的全球首位国际货币地位（Ito, 2010; Subramanian, 2011）；二是认为人民币可能成为多元国际货币体系中的“一元”（Eichengreen, 2011; 甄峰, 2014）；三是认为人民币国际化前景悲观，难以成功（李永宁等, 2010; Cohen, 2014）。笔者认为，一方面，中国经济持续增长、对外贸易与投资规模不断扩张、综合国力稳步上升等，客观上要求人民币在国际范围内发挥更大作用，因此人民币国际化有其必然性；另一方面，由于以下原因，在可预见的未来，人民币国际化的目标在于取得与中国作为全球第二大经济体相称的国际货币地位，成为三元国际储备货币体系中的一元，而非取代美元成为主导性国际货币。^①

1. 大国竞争与地缘政治关系

尽管经济因素对货币国际地位提升非常重要，但政治因素的重要性同样不可忽视。Ranjan 和 Prakash（2010）认为，人民币国际化能否成功很大程度上取决于日本对中国在亚洲日益增长的影响力的反应以及美国对中国崛起的反应。Takagi（2010）则进一步指出，美国很可能会联合欧洲，千方百计阻挠中国成为全球经济和政治体系中的重要支配力量，包括人民币成为世界关键货币。Cohen（2017）同样认为，美国如何应对挑战是影响人民币国际化的重要因素；人民币国际化目标能够在较大范围内实现，更多是由于美国的消极态度，甚至是有意忽视。一旦美国采取反击措施，将可能对人民币国际化带来极大风险，不可不关注。此外，与美国相比，中国所面临的地缘政治关系更为复杂。能否妥善解决与亚洲邻国之间的领土纠纷，弱化地缘政治的不利影响，很大程度上决定着人民币国际化进程顺利与否。

2. 网络外部性（美元惯性）

二战后布雷顿森林体系赋予美元独特地位。美元先是通过与黄金挂钩、其他国家货币与美元挂钩，成为国际货币体系的中心货币；继而通过马歇尔计划等战后援助方案、大规模跨国贸易与投资等活动向全球大量输出美元，终于形成美元霸权。在布雷顿森林体系崩溃之后的牙买加体系下，美元霸权地位非但没有下降，反而由此摆脱了黄金的束缚，不必依据黄金存量确定其发行量。美国凭借其军事、政治实力将石油输出国组织（OPEC）纳入美元体系，石油、铁矿石等大宗商品贸易均以美元计价结算，形成了难以突破的美元惯性。更为重要的是，美国提供了开放、流动和有深度的金融市场，极大地降低了货币的交易成本并增加了美元的流动性和可用性（Ito and Chinn, 2014），进一步巩固并强化了美元的使用惯性。总而言之，美国建立的广泛交易网络是其他任何国家短期内都难以超越的。

3. 中美经济规模差距虽然不断缩小，但仍不足以支持人民币挑战美元地位

当 1910 年代早期美元日益上升成为重要国际货币之时，美国经济规模已是英国

^① 需要指出的是，有关人民币国际化目标的讨论仅限于学术界，官方并未明确提出过人民币国际化的目标，譬如“十三五”规划纲要只是提出“稳步推进人民币国际化”。尽管如此，笔者认为，明确人民币国际化的目标，对于稳健推进人民币国际化，特别是防范相关风险有重要意义。

的2倍多；直到1920年代晚期，当美国经济规模达到英国经济4倍多时，美元才最终取代英镑成为全球首位国际货币。因此，有限的经济规模是阻碍人民币成为全球首位国际货币的重要障碍（Chey，2013）。尽管中国在过去40多年里取得了飞速的经济增长，并于2010年成为全球第二大经济体，但直至2019年，中国国内生产总值仍仅为美国的67%，人均国内生产总值更是仅为美国的15.6%。^①这里不妨对中美经济规模的未来发展做一个简单预测，笔者采用清华大学国情研究院课题组（2017）的全球经济增长预测模型，对中美两国GDP和人均GDP发展趋势进行粗略预测。结果表明，即便按照最乐观的方案计算，中国GDP赶上美国也需要到2030年前后，直至2050年中国GDP也不会达到美国的2倍；如果从人均GDP来看，中国超越美国则需要花费更长时间，无论按照哪种预测方案，2050年中国人均GDP也不到美国的50%，至少要到2080年前后，中国才会赶上美国的人均GDP水平。^②当然，需要指出的是，由于时间跨度过大、且未来不确定因素太多，任何长期经济预测都不可能准确，但从中美两国经济规模的简单对比来看，至少在可预见的未来，人民币还难以挑战美元的国际地位。

4. 金融市场发展水平相对不足

尽管经济与贸易规模很重要，但决定一国货币国际地位更为重要的因素是其金融市场发展水平与开放程度（Frankel，2012；Cohen，2017）。正如Mallaby和Wethington（2012）所指出的，美元拥有一个其前任（英镑）从不具备的优势，那就是在美国境内和境外都存在着极具深度、广度和流动性且高度开放的金融市场。这不仅极大地降低了非居民使用美元的交易成本，增强了美元资产的可用性；更使得美国能够承受大规模跨境资本流动冲击。相比之下，中国金融市场无论在深度、广度和流动性方面，还是开放程度方面都远远不及美国，甚至也不及日本。由于中国金融发展水平相对有限，无法向世界提供充足的人民币及人民币资产供给渠道，也难以承受金融市场全面开放下的跨境资本流动冲击，人民币暂时还不具备挑战美元地位的实力。

5. 潜在收益与风险的考量

人民币国际化可以为中国带来多方面利益。譬如，获得国际铸币税收入，并减轻外汇储备贬值风险；降低企业面临的汇率风险，并在某种程度上降低其借贷成本；促进国内金融体系发展，增加金融部门收益；获得宏观经济政策灵活性的好处，并大幅提升中国的国际影响力。然而，人民币国际化也会给中国带来诸多成本与风险。譬如，加大宏观经济调控难度，影响宏观经济政策的独立性，特别是政策制定需要考虑其对世界其他国家可能的溢出效应，并肩负起更多国际责任；非居民对人民币需求的增加将导致人民币升值，从而降低中国出口商品的竞争力。

① 此为世界银行发布的按市场汇率计算的GDP数据。若按购买力平价（PPP）计算，2019年中国GDP总量已超过美国，但人均GDP仍仅为美国的25.7%。一般认为PPP会高估发展中国家而低估发达国家的经济数据，故笔者不予采用。

② 限于篇幅，具体测算过程与结果从略，有需要者可向作者索取。

笔者认为,一方面,人民币国际化,特别是如果人民币最终成为首位国际货币,可能给中国带来的最大经济利益是获得国际铸币税收入和宏观经济政策灵活性、降低企业交易成本与汇率风险。然而,随着世界经济、政治格局的日趋多极化,未来国际货币体系的发展方向必然是多元化,类似二战后布雷顿森林体系所确立的单一主权货币霸权将不复存在。在多种国际货币并存的多元国际货币体系之下,即便是首位国际货币发行国,由于竞争者的广泛存在,其滥用中心货币权力而实施不负责任的经济政策的行为——即“嚣张的特权”(Exorbitant Privilege)——也将受到限制。因此,不仅宏观经济政策灵活性的好处难以实现,事实上国内经济政策还将面临更多外部约束,因为不负责任的经济政策可能会导致非居民对其货币需求的转移(“用脚投票”);同时,由于存在竞争性国际货币,国际铸币税收入也会大大降低。

另一方面,成为首位国际货币的前提是资本账户完全开放,由此带来的大规模且易变的跨境资本流动将加剧国内金融市场波动,影响国内金融稳定,同时削弱政府引导储蓄进入相关产业的能力,因为如果外国公司向居民提供更有吸引力的投资产品,那么居民储蓄就不会自动流入本国银行,继而也就不会进入政府所支持的产业和企业(Eichengreen, 2011)。此外,首位国际货币发行国为了赢得国际声誉,必然扩大财政赤字以满足其参与全球政治、经济与军事合作的需要(Cohen, 2019),政府开支与债券发行规模将不断扩大,不仅加剧还本付息压力,还可能因此削弱人民币币值稳定性,进而影响外国投资者对人民币计价资产的持有意愿,导致其对人民币需求的转移,跨境资本随之大规模流出,金融风险急剧上升。

总之,在未来国际货币竞争日益加剧的条件下,人民币成为首位国际货币的真实收益或许有限,而其潜在风险则不容忽视。应该始终把降低与人民币国际化相关的风险、维护国内金融稳定放在优先地位。在此前提下,稳步推进人民币国际化,实现与中国经济地位相称的国际货币地位。

(二) 基本原则: 市场驱动为主, 政策扶持为辅

如前所述,人民币国际化路线图从“跨境人民币结算+离岸市场+配套基础设施”转向“大宗商品人民币计价+国内金融市场开放+推动‘一带一路’建设中人民币的使用”表明,市场在人民币国际化进程中的作用得到更多关注和体现。未来应进一步发挥市场的主导作用,坚持市场驱动为主、政策扶持为辅的基本原则。这是因为,纵观主要国际货币的国际化历史,唯有1990年代之后的日元国际化是在日本政府主导下推动的,然而其结果却并不理想;其他国际货币(包括英镑、美元、欧元等)的国际化都并非依赖于政府机构所制定的正式规划而实现(Cohen, 2014),尽管政府在其货币国际化过程中也发挥了重要作用。从2015~2017年人民币国际化的停滞也能看出,主要依赖政策推动的人民币国际化或许并不具有可持续性。当然,这绝不意味着政府应该“毫无作为”。事实上,英镑与美元国际化的历史表明,适当的政府政策对货币国际化的实现非常重要。政府的主要作用在于培育市场和制度条件,并防控与人民币国际化相关的金融风险。与之相关的是,不必也不应为人民币国际

化预设时间表。随着相关制度基础和市场条件的日渐成熟，人民币终将发展成为三元国际货币体系中的一元，获得与中国经济地位相称的国际货币地位。

三、人民币国际化的策略优化

（一）需求面策略：培育人民币资产的境外真实需求

关于人民币国际化的文献大多是从供给角度，即从经济贸易规模、金融市场发展水平、资本账户开放程度、国内价格水平、政府对人民币国际化的政策支持以及国际影响力等中国自身经济、政治条件出发进行研究。但是，仅从中国角度而非从外国人民币使用者角度来研究人民币国际化是存在严重缺陷的，因为人民币国际化能否最终成功，取决于非居民对人民币的需求（Chey，2015）。正如Cohen（2014）所指出的，尽管可能渴望使其货币享有全球地位，但中国不能直接迫使非居民使用人民币，而只能以某种方式增强人民币对潜在使用者的吸引力，即必须使人民币具有竞争力，从而成功改变市场需求面的偏好。

由于拥有在岸与离岸两个人民币市场，相应的就存在两种人民币利率（如SHIBOR与CNY HIBOR）和汇率（CNY与CNH）。两个市场的利率、汇率差异为套利套汇提供了空间，由此产生了对人民币的投机需求。如前所述，这种投机需求可能使人民币国际化遭遇停滞甚至逆转。随着未来中国资本账户开放程度的不断提高，跨境资本流动将更加自由、频繁，基于投机需求的人民币国际化将会给中国带来更大风险，威胁国内金融稳定。譬如，短期跨境资本大规模流入会增大人民币升值压力，助长股市与房地产市场价格“泡沫”，提高国内金融机构与企业的杠杆率。相反，如果短期跨境资本大规模流出，一方面会导致国内利率水平加速上升，资产价格大幅下跌甚至“泡沫”破灭，使得持有大量国内资产的家庭、企业、金融机构与政府部门的资产负债表严重恶化；另一方面会导致人民币急剧贬值，加剧国内企业与金融部门的外债负担。更为严重的是，国际投资者的信心也会随之下降，从而引发更大规模的资本外逃，最终形成通向金融危机深渊的恶性循环（张明等，2021）。因此，只有培育非居民对人民币的真实且持续的需求，才能避免人民币国际化对国内金融稳定的威胁，实现人民币国际化的可持续发展。

1. 进一步推动事实和法律上的经济一体化，培育人民币的交易媒介和计价单位需求

从需求方（即外国使用者）的角度来看，在其他条件相同的情况下，一个与中国在贸易与投资方面深度融合的国家更有可能接受人民币，但前提是能够有效降低其使用人民币的交易成本（Liao and McDowell，2015）。同时，与中国签订优惠贸易和投资协定的国家，即与中国进行制度性经济合作的国家，更有可能通过政策手段推动人民币在其境内的使用（Chey et al，2016）。鉴于此，一是扩大对外开放力度，进一步拓展与东盟、“一带一路”沿线等国家（地区）的经贸合作，密切与相关国家的经贸联系，深化事实上的经济一体化，推动人民币在双边贸易与投资中的使用。

二是根据经贸联系的密切程度发展更多人民币直接交易货币对,降低相关国家的企业使用人民币的交易成本。三是与更多国家和地区缔结 FTA 或 BIT 协定,减少跨境贸易和投资壁垒,推动中国与相关经济体的经济一体化进程,培育其对于人民币的真实需求。譬如,“一带一路”沿线很多国家(如俄罗斯、中亚和西亚各国等)已经成为中国重要的贸易伙伴,同时又拥有丰富的石油、天然气等资源,与之建立自由贸易区,不仅可以深化经贸联系,更有利于推动人民币作为大宗商品的贸易计价货币。

2. 继续推进大宗商品人民币计价,培育人民币计价单位需求

布雷顿森林体系崩溃之后,美元霸权地位非但没有被削弱,反而有所强化,其重要原因之一便是全球大宗商品主要以美元计价,使得美元获得了强大的网络外部性,形成了美元惯性,并成为其他竞争性货币提升国际地位的主要障碍。因此,推动大宗商品人民币计价对于人民币国际化意义重大,有助于人民币突破美元惯性,并培育非居民对人民币的计价单位需求。目前,中国已上市原油、铁矿石、PTA 和 20 号胶等 4 个人民币计价的特定期货交易品种。尽管以人民币计价的大宗商品期货交易上市之初发展颇为迅猛,但随着时间的推移,其势头明显减弱。譬如,上海期货交易所数据显示,2018 年 3 月 26 日上市的 INE 原油期货日均成交额最高为 2019 年 1 月的 2,110 亿元,2020 年 12 月日均成交额已降至仅 600 亿元。因此,需要进一步提升中国大宗商品期货市场的流动性与交易便捷程度,增强人民币计价大宗商品期货对非居民的吸引力。一是适时引入更多人民币计价的特定大宗商品期货交易品种(如稀土、天然气、大豆等);二是不断增加现有人民币计价期货产品的期限品种,以满足交易者多样化的投资需求;三是适当延长期交所特定期货品种的交易时间,提高境外投资者参与交易的便捷程度;四是引入和完善做市商制度,提升人民币计价大宗商品期货市场的流动性。

3. 维持人民币币值稳定,提升人民币投资便利性,培育人民币价值贮藏需求

2015 年之前人民币国际化取得较快发展,很大程度上与人民币升值预期有关。然而,依赖升值预期推动的人民币国际化并不具有可持续性,因为一旦升值预期消失甚至发生逆转,将引发非居民对人民币及人民币计价资产的抛售行为,不仅使得人民币国际化遭受重大挫折,也会引发国内金融风险上升。因此,只有保持人民币币值的稳定性,并改善人民币投资的便利程度,才能提升非居民对人民币及其计价资产可持续的真实需求,增强人民币的贮藏价值职能。首先,货币政策应指向通货膨胀,尽快实施通货膨胀目标制。为此,需要提升中国人民银行的独立性,使其在制定和实施货币政策时,不会受到其他政府目标或部门利益的干扰,而专注于维护国内物价稳定。其次,避免外汇市场出现持续的人民币单边升(贬)值预期。人民币单边升值虽然有利于促进非居民购买并持有人民币资产,但因其不可持续而存在逆转风险;当然,更不能出现人民币持续贬值或贬值预期。因此,需要进一步完善人民币汇率形成机制,中国人民银行逐步退出常态化干预,并强化对汇率预期的引导;扩大人民币双向波动幅度,提高汇率弹性,最终建立与人民币国际化和资本账户开

放相容的自由浮动汇率制度。

（二）供给面策略：实现国内金融市场的深化与广化

货币国际化的供给面分析主要关注货币发行国的经济和政治条件，譬如经济与贸易规模、金融市场发展水平、军事和政治影响力等。就货币国际化的条件以及人民币国际化的目标定位而言，中国在经济与贸易规模、军事和政治影响力等方面已经具备一定的优势。正如国内外许多学者所指出的，国内金融市场欠发展是人民币国际化的最大障碍。更为重要的是，从国内金融稳定角度来看，只有金融市场实现充分发展，才能有效降低与人民币国际化及资本账户开放相关的金融风险。因此，人民币国际化的供给面策略重在推动国内金融市场发展。

金融市场发展水平包含3个方面：广度、深度和流动性。^①没有合理的广度、深度和流动性的金融市场，人民币将不会被可靠地用于国际交易，也不会吸引国际投资者（Cruz et al, 2014）。近年来中国金融市场规模不断扩大，交易工具与品种日渐丰富，但与其他主要储备货币发行国相比，中国金融市场发展还相对滞后，尚难以发挥对人民币国际化的有效支持作用，也不足以抵御与人民币国际化、资本账户完全开放相关的金融风险。为此，需要积极发展多层次金融市场，尽快实现国内金融市场的深化和广化，进一步提升市场流动性。

1. 积极转变社会融资结构，大力发展直接融资市场

从中国的社会融资结构来看，以银行贷款为代表的间接融资一直占据主导地位。根据中国人民银行统计，截至2020年底，间接融资存量规模为194.61万亿元，占整个社会融资存量规模的68.3%。^②从人民币国际化视角来看，首先，间接融资为主导的社会融资结构使得金融风险过度集中于国内银行体系，特别是在人民币国际化水平与资本账户开放程度日益提高的过程中，这样的融资结构和金融体系很难抵御大规模跨境资本流动的冲击；其次，直接融资比例高意味着金融体系的市场导向强，更有利于促进经济增长，特别是在金融发展的扩张期，相较于间接融资，直接融资对经济增长的促进作用更强（何宗越和宋旭光，2019），而保持经济持续稳定增长，有利于扩大人民币的交易需求与网络外部性，提升人民币的国际地位。因此，应加快发展直接融资市场，推动直接融资与间接融资平衡发展，构建多元化、高水平的国内金融市场体系。

2. 提升债券市场发展水平

债券市场对于人民币国际化、特别是人民币作为储备货币的前景具有极其重要的价值，其发展水平和开放程度决定了非居民对人民币的信心（沙文兵和钱圆圆，2021）。从绝对规模来看，中国债券市场业已成为仅次于美国的全球第二大市场。不过，相较于主要储备货币发行国，中国债券市场发展水平依然不能满足人民币国际化的

^① 金融市场的广度指存在各种各样的金融工具可用于短期或长期形式的投资；深度指的是对于大多数金融产品来说，要有完善运作的二级市场；流动性是指投资者能够在不改变价格或不必承担不合理的交易成本的情况下购买和出售金融资产。

^② 其中，贷款融资存量规模为191.1万亿元，占间接融资存量规模的98.2%，占整个社会融资存量规模的67.1%。

要求。为进一步推动国内债券市场发展,一是打破市场分割,放宽交易所与银行间两大市场的准入限制,拓宽两大市场的交易者结构,扩大跨市场交易的债券品种,促进各市场互通互联,以实现充分套利和债券市场的整合,提升整个市场的流动性;二是在债券市场整合的基础上,加强监管协调,并逐步实现由证监会对债券市场实施统一监管;三是加强信用评级管理,降低违约事件发生的概率;四是促进不同类型债券市场协调发展,譬如,增加国债及政策性金融债的品种和流动性以满足境外机构投资者的配置需求,适当增加短期、长期及超长期国债的发行规模和频率以优化国债期限结构,大力发展债券衍生品以提供更多风险对冲和投资工具;五是加快推进人民币国际债券市场基础设施建设,丰富人民币计价债券产品种类,提升人民币国际债券的影响力,提高人民币在国际金融交易中的使用比例。

3. 推动股票市场健康发展

近年来,中国股票市场在规模、品种和开放程度等方面取得了显著进展,但相比于美国等发达国家仍然存在不少差距与问题。譬如,尽管中国股票市场规模持续扩大,与美国股市的差距也日益缩小,但流动性水平不高,表现为中国股票市场的价格相比于美国股市具有更高的波动性,相同的成交量对股票价格的冲击效应更大。为进一步推动中国股票市场发展以适应人民币国际化的需要,一是及时总结科创板注册制改革试点中的经验与教训,尽快全面推进注册制改革,有序扩大股票供给与市场规模,推进交易品种的多样化,提高股票市场的流动性;二是积极开发股票衍生品,推动股票期货和股票期权的发展,提供更多股票市场交易工具,拓宽股票市场广度;三是降低股票交易成本,充分利用沪/深港通,推动各市场互联互通,提高股市的流动性,拓展股票市场的深度;四是严厉打击股市的违法违规行为,杜绝违法信息披露和内幕交易,建立健全配套监管机制,保障投资者的合法权益,并加强投资者预期引导,培育理性优质的投资者。

4. 完善多层次外汇市场体系

作为国内外金融市场联系的纽带,外汇市场发展水平很大程度上决定着金融市场开放的风险大小,对于人民币国际化意义重大。

第一,逐步建立多层次外汇市场体系,推动不同外汇交易产品平衡发展。在继续保持外汇即期、外汇和货币掉期交易发展的同时,不断丰富外汇衍生品,大力推动外汇远期和期权交易的发展;尽快推出人民币外汇期货产品,可针对目前24个人民币直接交易货币对,逐步推出相应的人民币外汇期货品种;未来可不断推出更多直接交易货币对和相应的外汇衍生品,不仅为投资者分散风险提供更多选择,更可以强化人民币的国际计价单位职能,提升人民币国际化水平。第二,完善做市商制度。鼓励更多有做市意愿和能力的国内外金融机构参与做市,不断拓展外汇市场深度和流动性;持续引导做市商重视规范交易,充分发挥外汇市场自律机制的效能,维护市场良性竞争秩序(荣蓉和章蔓菁,2021)。第三,面对资本账户开放对外汇市场可能造成的冲击,需要加强对外汇市场的监管,防范其他国家外汇市场风险输入与传染;

针对外汇市场的特殊性，建立风险识别体系及配套预警方案，灵活应对外汇市场的突发情况，警惕投机性国际资本对外汇市场的攻击。

5. 完善与金融业开放相适应的风险防控体系，有序推进金融开放

金融市场的发展不单单取决于市场规模大小与流动性高低，作为国际货币发行国的金融市场必须具有高度的开放性，以使得国际投资者能够更为便捷地获得以该货币计价的各种金融资产；同时，金融市场开放也有利于为市场引入和培育更多、更优质的异质性投资者，有利于增强市场流动性。未来可从以下方面入手，进一步提升国内金融市场开放水平，并防范与之相关的金融风险。

第一，进一步完善符合国情的金融开放政策以及金融监管、税收制度等相关法律法规，为中外金融机构提供一个良好的政策制度环境。第二，处理好金融市场对内开放与对外开放的关系。坚持金融对内开放快于对外开放的原则，加快金融市场对国内民间资本开放的步伐，放松对民营金融机构的限制（张明等，2021）；继续完善 QFII、RQFII 制度，审慎处理对外金融开放事宜，为境内外人民币资产的流通提供一个良好的政策环境。第三，在推动金融业开放的同时，完善与之相适应的风险防控体系，加强对跨境资本流动的监测与宏观审慎管理。

参考文献：

- [1] 丁一兵. 离岸市场的发展与人民币国际化的推进 [J]. 东北亚论坛, 2016,(1).
- [2] 管晓明. 人民币国际化稳步推进 [J]. 中国金融, 2016,(21).
- [3] 何帆等. 香港离岸人民币金融市场的现状、前景、问题与风险 [J]. 国际经济评论, 2011,(3).
- [4] 何宗樾, 宋旭光. 直接融资、间接融资与经济增长 [J]. 云南财经大学学报, 2019,(11).
- [5] 李永宁, 郑润祥, 黄明皓. 金融危机中的中国核心利益 [J]. 财经科学, 2010,(7).
- [6] 清华大学国情研究院课题组. 中国经济增长前景及动力分析 (2015~2050) [J]. 国家治理, 2017,(45).
- [7] 荣蓉, 章蔓菁. 聚焦做市商制度新动向 [J]. 中国外汇, 2021,(5).
- [8] 沙文兵, 钱圆圆. 人民币国际化背景下的中国宏观金融风险测度 [J]. 会计与经济研究, 2021,(3).
- [9] 宋士云, 宋博. 三个版本的《巴塞尔协议》与中国银行业监管 [J]. 理论学刊, 2019,(1).
- [10] 王国刚. 深化利率市场化改革 推进资本账户开放 [J]. 中国外汇, 2019,(19).
- [11] 殷剑峰. 人民币国际化：“贸易结算+离岸市场”，还是“资本输出+跨国企业”？——以日元国际化的教训为例 [J]. 国际经济评论, 2011,(4).
- [12] 余永定. 人民币贸易结算与短期资本跨境流动 [J]. 上海交通大学学报（哲学社会科学版）, 2014,(3).
- [13] 张明. 人民币国际化：政策、进展、问题与前景 [J]. 金融评论, 2013,(2).
- [14] 张明, 何帆. 人民币国际化进程中在岸离岸套利现象研究 [J]. 国际金融研究, 2012,(10).
- [15] 张明, 孔大鹏, 潘松李江. 中国金融开放的维度、次序与风险防范 [J]. 新金融, 2021,(4).
- [16] 张明, 李曦晨. 人民币国际化的策略转变：从旧“三位一体”到新“三位一体” [J]. 国际经济评论, 2019,(5).
- [17] 张文佳. 论人民币国际化的条件与进程 [J]. 经济问题探索, 2013,(7).
- [18] 甄峰. 人民币国际化：路径、前景与方向 [J]. 经济理论与经济管理, 2014,(5).
- [19] Cheung, Y. W. The Role of Offshore Financial Center in the Process of Renminbi Internationalization [R]. ADBI Working Paper No.472, April 2014.
- [20] Chey, H. Can the Renminbi Rise as a Global Currency? The Political Economy of Currency Internationalization [J]. Asian survey, 2013, 53(2).
- [21] Chey, H. K. Renminbi in Ordinary Economies: A Demand-side Study of Currency Globalization [J]. China & World Economy, 2015, 23(3).

- [22] Chey, H. K., Kim, G. Y., Lee, D. H. Who Are the First Users of a Newly-emerging International Currency? A Demand-side Study of Chinese Renminbi Internationalization[R]. Bank of Korea, Working Papers, 2016-19, 2016.
- [23] Cohen, B. J. Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition[M]. Chicago: The University of Chicago Press, 2019.
- [24] Cohen, B. J. Renminbi Internationalization: A Conflict of Statecrafts[R]. Chatham House-the Royal Institute of International Affairs, Research Paper, March 2017.
- [25] Cohen, B. J. The Yuan's Long March. in Cohen B. J. and Chiu E. M. P. Power in a Changing World Economy: Lessons from East Asia[C]. London: Routledge, 2014.
- [26] Cruz, P. C., Gao, Y., Song, L. L. The People's Republic of China's Financial Markets: Are They Deep and Liquid Enough for Renminbi Internationalization? [R]. Asian Development Bank Institute, ADBI Working Paper Series, No. 477, 2014.
- [27] Eichengreen, B. The Renminbi as an International Currency[J]. Journal of Policy Modeling, 2011(5).
- [28] Frankel, J. Internationalization of the RMB and Historical Precedents[J]. Journal of Economic Integration, 2012, 27(3).
- [29] Hasegawa, M. The Geography and Geopolitics of the Renminbi: A Regional Key Currency in Asia[J]. International Affairs, 2018, 94(3).
- [30] Ito, H., Chinn, M. The Rise of the Redback and the People's Republic of China's Capital Account Liberalization: An Empirical Analysis of the Determinants of Invoicing Currencies[R]. Asian Development Bank Institute, ADBI Working Paper, No. 473, 2014.
- [31] Ito, T. China as Number One: How about the Renminbi? [J]. Asian Economic Policy Review, 2010, 5(2).
- [32] Liao, S., McDowell, D. Redback Rising: China's Bilateral Swap Agreements and Renminbi Internationalization[J]. International Studies Quarterly, 2015, 59(3).
- [33] Mallaby, S., Wethington, O. The Future of the Yuan: China's Struggle to Internationalize Its Currency[J]. Foreign Affairs, 2012 (Jan/Feb).
- [34] Maziad, S., Kang, J. S. RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links[R]. IMF Working Paper, No. 133, 2012.
- [35] Ranjan, R., Prakash, A. Internationalization of Currency: The Case of the Indian Rupee and Chinese Renminbi[R]. RBI Staff Studies, 2010/4.
- [36] Subramanian, A. Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition[R]. Peterson Institute for International Economics, Working Paper, No. 11-14, 2011.
- [37] Takagi, S. Comment on "China as Number One: How about the Renminbi" [J]. Asian Economic Policy Review, 2010, 5(2).

Steadily and Prudently Promoting RMB Internationalization: Goal Orientation and Strategies Optimization

SHA Wenbing

Abstract: The road map of RMB internationalization changed significantly around 2018. However, the road map of both stages contains potential financial risks. Based on the multi perspective analysis of the competition between leading powers and geopolitical relations, the inertia of the US dollar, the economic size gap between China and the United States, the development level of domestic financial markets, potential benefits and risk considerations, the goal orientation of RMB internationalization should be currency normalization, rather than becoming a dominant international currency. In order to steadily and prudently promote the internationalization of RMB, from the demand side, only by cultivating the real and sustainable demand of non-residents for RMB, can we avoid the threat of RMB internationalization to domestic financial stability and realize the sustainable development of RMB internationalization; From the supply side, it is mainly to cultivate a developed domestic financial market, deepen and broaden the financial market, and improve its openness, so as to enhance the attraction and availability of RMB to non-residents and reduce the financial risks related to the internationalization of RMB.

Keywords: RMB internationalization; goal orientation; demand-side strategies; supply-side strategies

(责任编辑: 张建华)