



刘元春：新发展格局下的人民币国际化新思路



文/新浪财经意见领袖专栏作家 刘元春



回顾国际货币体系的发展历程,人民币国际化有三个典型事实。第一,2020 年底美元在储备中的比重仅为 59.02%,25 年来首次跌破 60%,人民币在亚太地区产生新的锚定效应。第二,俄罗斯美元结算商品下降至 48.3%,首次跌破 50%。俄罗斯宣布将美元储备清零,或将率先在金融上与美元全面脱钩。第三,2020 年疫情期间人民币国际化指数(RII)达到历史新高 5.53。截至 2020 年第三季度,RII 指数为 4.55,同比大幅增长 42.16%,2021 年 RII 指数提升进一步加速。

根据 RII 指数变化趋势,人民币国际化进程归纳为三个阶段。第一阶段是持续上升期(2009-2015 年),约 1/3 的跨境贸易以人民币结算,离岸人民币存款近 2 万亿元,货币互换总额超 3 万亿元,人民币汇率从 2005

年的 8.08 升值到 2014 年底的 6.1，RII 指数达到 3.60 的历史高位。第二阶段是调整与回落期（2015-2017 年），人民币贬值到 6.8，加之股市汇市双跌和对人民币套利的整顿，RII 指数显著回落。第三阶段是持续调整期（2017 年至今），得益于金融供给侧结构性改革和上海加快建设国际金融中心，大宗商品将以人民币计价，金融投资进一步开放，人民币直接投资逐步扩大，RII 指数逐渐回升并于 2020 年高位反弹。由此可以作出重要判断：疫情使得经济参数和政策取向发生战略性和结构性变化，后疫情时代将会开启人民币国际化的新阶段。

疫情期间人民币国际化强势反弹有五方面原因。第一，独树一帜的经济表现是人民币国际化的坚实支撑。从 GDP 增速、经济内外部平衡、债务和实体经济平衡的角度看，中国经济表现良好，人民币有效汇率显著升值。第二，在中美冲突背景下，中国金融开放逆势加速。一方面，博鳌论坛、进博会、自由贸易港等一系列政策调整和承诺，为国际资金进出提供了通道；另一方面，中国金融市场稳定增长为全世界提供了新的投资选择。具体表现为：A 股被 MSCI、富时罗素、标普道琼斯三大国际指数纳入；市场汇率体系的改革基本形成，并保持了持续升值的趋势；股市房市为资金流入提供了良好的投资选择；股市双向流动加大，净流入持续增加；人民币资产受到一定程度的追捧。截至 2020 年底，境外机构和个人持有境内人民币金融资产近 9 万亿元，同比增长 340%；陆股通累计净流入资金为 1.2 万亿元，债券通境外持有量达 3.3 万亿元，分别同比增长了 21.0% 和 48.8%。第三，经济贸易一枝独秀，2020 年中国跨境人民币结算量超过 28 万亿元，

同比增长 44%，全球占比达到 3%。第四，人民币直接投资快速增长，累计规模达 17.61 万亿元。在 2020 年，尽管受到新冠肺炎疫情的干扰，但人民币直接投资仍创下 5 年来最快增速，其规模为 3.81 万亿元，同比增长 37.05%，创历史新高。第五，人民币储备资产上升。截至 2020 年第三季度，人民币在全球储备资产中的份额为 2.13%，较 2016 年刚加入 SDR 篮子时提升了 1.05%。但值得注意的是，人民币在国际信贷、国际债券与票据的全球占比却在下降，一种可能的解释是近年来欧美主打的民族外交、意识形态外交、人权外交、供应链联盟对中国产生了围堵效应。

结合近期 RII 指数提升的现象，有四个值得思考的问题。一是 2015-2019 年期间 RII 指数为何大幅度波动；二是疫情期间 RII 指数为何逆势上扬；三是影响人民币国际化近期结构性变化的核心原因是什么，以及这些原因是短期冲击还是结构性调整的结果；四是在新发展格局下如何推进人民币国际化。学界就上述问题已有很多讨论，并形成一些共识。其一，货币国际化是一个漫长的过程，其间波动很大是常态，特别是对于新兴成长性大国（例如日本）。其二，货币国际化在很大程度上是大国崛起的结果而不是大国崛起的核心工具，国际政治军事以及世界秩序的变化往往比经济贸易的变化更具有边际影响力。其三，强国经济和强货币必须内外兼修、以内为主，依附型经济不可能有强货币。其四，货币国际化的核心在于打造强货币，而非追求简单的国际化指标。其五，疫情不仅具有短期冲击的特性，同时也具有强烈的结构性作用，即打破格局、开启新战略。

其次, 梳理英美欧日四国货币国际化的典型模式和经验教训可以看到, 英国模式的核心是“殖民体系+经济实力扩张”, 英镑区较早便形成网络格局。美国模式是军事、政治、经济实力叠加的产物, 但美国成为货币大国比成为经济大国晚了约 50 年, 这表明经济大国不等于货币大国。欧元模式是经济一体化的产物, 即从自由贸易区向货币一体化过渡。日元模式的核心是“依附性经济的发展+区域经济扩散+资本项目开放”, 日本制造业崛起和贸易输出是日元国际化的重要推手, 但进入资本输出时代后, 次区域经济中心的货币国际化是一个十分复杂的工程。上述历史经验表明: 第一, 强国经济、大国货币并非与外向型经济的发达对等, 贸易开放度越高和贸易顺差越大并不代表货币国际化越强劲。第二, 货币锚定效应基本与经济实力相当, 而非取决于简单的贸易依存度。实证结果表明, 各国际货币的锚定效应随着锚定经济体经济规模的提升而增加, 随着贸易成本的提升而减小, 且具有显著的自相关性。这对人民币国际化的启示是: 第一, 在市场经济体系下任何大国成长都必须经历由弱到强、由“以外促内”转向“以内促外”的必然调整, 大国崛起最为关键的标志就是构建出安全、可控、富有弹性韧性、以内为主、控制世界经济关键环节的经济体系。第二,

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32704

