



管涛：人民币国际化具有市场潜力但也面临现实约束





在多种现实因素的制约下，当前人民币国际化进度是适当的，是符合中国金融开放程度、监管水平以及市场承受能力的。在制约因素尚未消除的情况下，人民币国际化进程不能操之过急。

2016年10月，国际货币基金组织（IMF）宣布人民币正式被纳入特别提款权（SDR）货币篮子。在SDR中，人民币权重被确定为10.9%，仅次于美元（41.7%）、欧元（30.9%），高于日元（8.3%）、英镑（8.1%）。很多人据此认为，鉴于中国拥有经济体量和贸易规模优势，当前人民币国际化程度太低，应当进一步加快人民币国际化进程。但现实是，一国货币国际化是一系列因素作用的结果，经济体量大、贸易规模大并不意味着该

国货币国际地位高。当前人民币国际化仍然面临一系列制约因素。

制约因素一：国际货币体系演变存在网络效应、路径依赖。所谓网络效应、路径依赖，是指一种货币使用的人越多，交易成本就越低、流动性就越好，使用者就越难改变使用习惯，改为使用其他货币。环球银行金融电信协会（SWIFT）数据显示，2021年5月，美元、欧元、英镑、日元四大货币在国际支付中占比86%；国际货币基金组织（IMF）数据显示，截至2021年一季度末，美元、欧元、英镑、日元四大货币的外汇储备份额合计91%。而同期其他货币在国际支付、外汇储备中的占比均较小，人民币在国际支付、外汇储备中的占比分别仅为1.9%和2.4%。并且，在四大货币内部，美元、欧元的占比也是远高于日元和英镑。这种情况下，即便出现新兴的国际货币，市场短期内选择这种货币的可能性也较小。况且，在SDR篮子货币构成中，除美元以外，其他四种货币在SDR的权重均高于储备份额。截至2021年一季度末，美元、欧元、日元、英镑和人民币的储备份额分别为59.5%、20.6%、5.9%、4.7%、2.4%。可见，人民币在SDR中权重大不代表人民币国际化程度高。现阶段人民币国际化仍然处于初步阶段。

制约因素二：国内外汇市场体量较小、制度安排有待完善。外汇市场发展状况和人民币国际化进程密切相关，二者发展程度要大体匹配。如果外汇市场缺乏深度和广度，难以承受跨境资金的大进大出，金融开放和人民币国际化进程不会长远。反之，如果金融开放和人民币国际化程度不高，

也会制约外汇市场发展。从市场体量来看，2019 年国际清算银行（BIS）公布三年一次的外汇调查数据显示，英国、美国日均外汇交易量分别是 3.58 万亿、1.37 万亿美元，日本外汇交易量是 3760 亿美元，中国交易量则更低，仅为 1360 亿美元，位列全球第八。另外，国内市场的外汇交易依然主要基于刚需原则。当基础国际收支持续保持较大顺差时，人民币汇率容易出现单边升值行情，不利于发挥市场价格发现和避险功能。目前外汇市场交易产品已经扩大到即期、远期、外汇掉期、货币掉期和期权产品，但缺乏外汇期货。市场参与主体仍然以银行和财务公司成员为主，风险偏好相同，容易形成单边市场。如果这些问题没有得到及时、有效地解决，贸然加快金融开放和人民币国际化进程，势必会带来较大风险。如新加坡外汇市场体量大于中国，但考虑到经济体量较小，为保护新元不受投机性攻击，新加坡长期奉行新元非国际化政策。

制约因素三：国内资本市场与海外成熟市场存在较大差距。人民币国际化分为三个层次：从支付结算货币，到计价和投融资货币，再到全球储备货币。当前，人民币国际化正处于从支付结算货币向计价和投融资货币爬升的阶段。因此，金融市场发展状况对人民币国际化进程有着重要影响。目前来看，我国资本市场与海外成熟的资本市场存在较大差距，导致境外投资者在购买人民币资产时仍然相对谨慎。其中，债券市场的问题突出表现为，国内信用评级公信力不足，导致外资对本土评级机构失去信任，信用债持仓较少；股票市场的问题则主要反映为，上市公司质量不高，投资者结构以散户为主，会计标准、市场监管标准与国际规则不符等。这些问

题的存在也不利于吸收内外震荡、抵御跨境资本流动冲击。

制约因素四：金融对外开放层次有待进一步提高。金融开放主要分为两个层次：第一层次是引入外资机构或资金；第二层次是尊重并适应国际规则，最终实现与国际规则接轨，这是更高层次的开放。目前，中国对外开放力度更多集中于第一层次，第二层次的开放仍然存在很大的提升空间，后者构成了长期资金进入中国的规则障碍。2018 年底中央经济工作会议首次提出，推动由商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变。在金融领域，制度型开放的重要内容是实行“负面清单”（即开放是原则、限制是例外）。经济合作与发展组织要求成员国之间资本自由流动，在《资本流动自由化通则》中采取的就是负面清单列示，只有被列举出来的资本项目交易才有所限制，否则都是自由流动。我国新的外商投资法引入了这一高标准的国际经贸规则，但其他金融开放领域的负面清单制度的实质性进展不多。最为典型的是，如果按照正面清单、肯定式立法，根据 IMF 的资本项目交易分类，人民币只有 3、4 个项目不可兑换，其他 30 多个是不同程度的可兑换；但如果按照负面清单、否定式立法，人民币只有 5、6 个项目完全可兑换，剩下 30 多个项目是不同程度的管制。根据正面清单，我们可

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_34539

