



张明：全球新变局背景下人民币国际化的策略扩展——从新“三位一体”到新新“三位一体”





摘要:从 2009 年至今,人民币国际化进程经历了“上升——下降——上升”的周期性转变,且这一转变也伴随着人民币国际化策略从旧“三位一体”到新“三位一体”的结构性转变。以新冠疫情与俄乌冲突爆发为特征的全球新变局既给中国经济增长与金融安全带来了新挑战,也提供了新机遇。为应对新挑战及把握新机遇,中国央行应再次对人民币国际化策略进行扩展与改良,实施以“大力推动人民币在跨境大宗商品交易中的计价与结算、加大在国内市场与离岸市场向外国机构投资者提供高质量人民币计价金融资产的力度、加快跨境人民币支付清算体系建设”为特征的新新“三位一体”策略。

一、引言

全球经济在进入 21 世纪第三个十年之后，似乎在一夜之间就发生了剧变。2020 年初，新冠肺炎爆发并持续至今。2022 年 2 月，俄乌冲突爆发并持续至今。前者是百年大疫情，后者是久未发生的重大地缘政治冲突，两者对世界经济增长、全球金融市场、国际政治经济格局都产生了重大冲击。

例如，随着新冠疫情的爆发与持续，很多发达国家政府意识到对全球产业链上特定国家（尤其是中国）存在“过度依赖”，从而决定要重塑产业链，让其变得更加本地化、区域化与多元化，这事实上意味着生产全球化与贸易全球化在一定程度上被逆转。全球产业链重塑与 2018 年爆发并延续至今的中美贸易摩擦一起，标志着全球化进程由涨潮期进入退潮期。

又如，在俄乌冲突爆发之后，美国及其盟国对俄罗斯实施了极其严厉的经济金融制裁。在金融制裁方面，美国及其盟国不仅冻结了俄罗斯的外汇储备与黄金储备，还将大多数俄罗斯金融机构踢出了 SWIFT 系统。美国的上述举措给所有其他国家好好上了一课，也即过去被认为绝对安全的美国国债原来也存在政府违约的风险，过去被认为是“天下之公器”的全球金融基础设施也可能对本国关上大门。不难想象，各国尤其是中国、印度等新兴市场大国一定会因此而改变自己对金融安全的认知，并进而调整本国外汇储备的资产组合。当然，美国的上述举措可谓“杀人一千，自损八百”，因为这些举措损害到当前以美元为中心的国际货币体系的核心运行逻辑。

在 2008 年全球金融危机爆发后，正是意识到过去在外贸、FDI 与对外投资中对美元存在过度依赖，中国央行开始推进人民币国际化 (Zhang, 2009)。迄今为止的人民币国际化进程可谓“一波三折”：在 2009 年至 2015 年面临上升期、在 2015 年至 2017 年面临下降期、在 2018 年至今再度面临上升期。事实上，构成人民币国际化周期性拐点的原因，除了短期性的经济金融波动之外，也包含人民币国际化策略调整的结构性因素。

以新冠疫情与俄乌冲突为特征的全球新变局既给中国经济增长与金融安全带来了新挑战，也提供了新机遇。那么，如何应对新挑战？如何把握新机遇？如何在发生重大变化的外部环境下继续推动人民币国际化？这正是本文试图回答的问题。

本文的核心观点是，中国央行在 2009 年推进人民币国际化之初，采取了以“推动跨境贸易与直接投资的人民币结算、推动离岸人民币金融市场发展、推动签署双边本币互换”为特征的旧“三位一体”策略；从 2018 年起，中国央行转为实施以“推动原油期货交易的人民币计价、大力向外国机构投资者开放国内金融市场、在周边国家与“一带一路”沿线推动人民币计价结算”为特征的新“三位一体”策略；而在全球新变局的背景下，中国央行应结合新挑战与新机遇，对原有策略进行扩展与改良，实施以“大力推动人民币在跨境大宗商品交易中的计价与结算、加大在国内市场与离岸市场向外国机构投资者提供高质量人民币计价金融资产的力度、加快跨境人民币支付清算体系建设”为特征的新新“三位一体”策略（图 1）。

图 1 人民币国际化策略的演变趋势图



资料来源：笔者自制。

微信号: michaelzhang_22_0803

全文的结构安排如下：第二部分分析人民币国际化的周期性转变；第三部分梳理人民币国际化的策略性转变；第四部分厘清全球新变局给中国经济金融带来的新挑战与新机遇；第五部分提出应对全球新变局的“新新三位一体”策略；第六部分为结论。

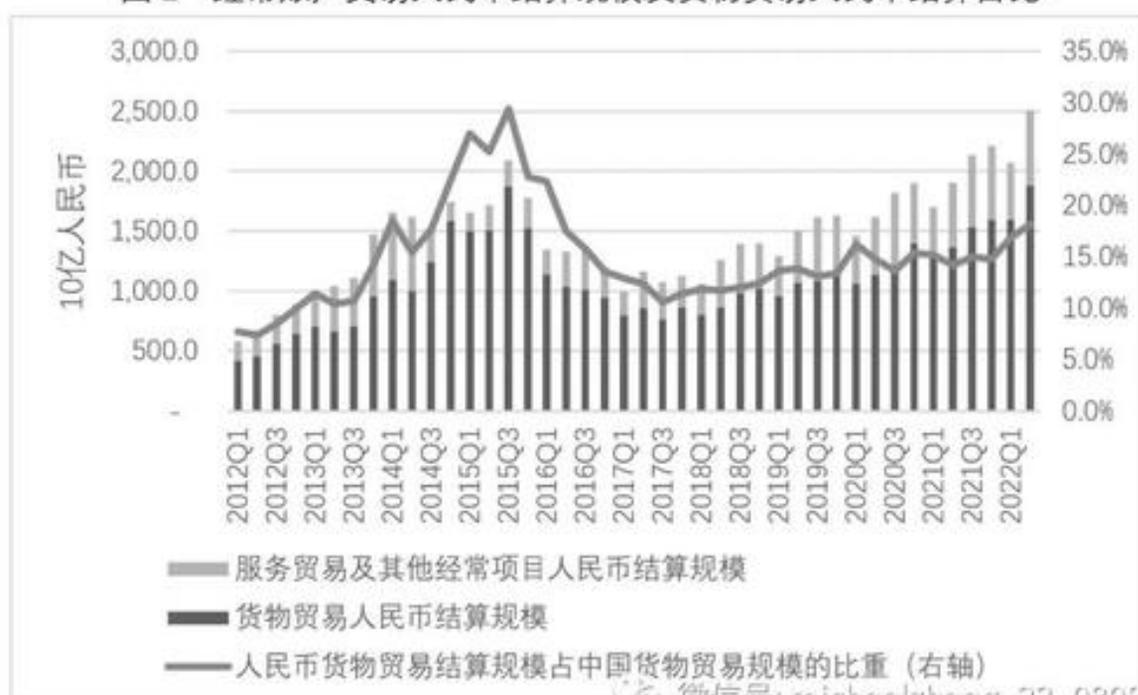
二、人民币国际化的周期性转变：涨潮——退潮——再涨潮

自 2008 年全球金融危机爆发后中国政府开始推动人民币国际化以来，人民币国际化已经经历了 10 余年时间，并体现出涨潮——退潮——再涨潮的周期性特征。我们可以从跨境贸易与直接投资的人民币结算、离岸人民币金融市场发展与双边本币互换签署这三个层面来盘点上述周期性。

经常账户交易的人民币结算规模先是由 2011 年第一季度的 3056 亿人民币上升至 2015 年第三季度的 20892 亿人民币，随后下降至 2017 年第一季度的 9942 亿人民币，继而重新上升至 2022 年第二季度的 25100 亿人民币（图 2）。从图 2 中不难看出，在经常账户交易的人民币结算中，

货物贸易的人民币结算占据主体地位，且货物贸易人民币结算的周期性特征与经常账户交易的人民币结算基本一致。货物贸易人民币结算规模占中国货物贸易规模的比重，先是由 2012 年第一季度的 7.7% 上升至 2015 年第三季度的 29.4%，随后下降至 2017 年第三季度的 10.6%，继而重新上升至 2022 年第二季度的 18.2%。值得一提的是，无论是经常账户交易还是货物贸易的人民币结算规模，均在 2022 年第二季度创下历史新高。相比之下，2022 年第二季度的货物贸易人民币结算规模占中国货物贸易规模的比重，与 2015 年第三季度的历史峰值相比还有较大差距。

图 2 经常账户交易人民币结算规模及货物贸易人民币结算占比



数据来源：CEIC、作者的计算。

跨境直接投资的人民币结算规模先是由 2012 年 1 月的 152 亿人民币上升至 2015 年 9 月的 5585 亿人民币，随后下降至 2017 年 2 月的 537 亿人民币，继而重新上升至 2022 年 8 月的 5884 亿人民币（图 3）。从图

3 中可以看出，外商直接投资（FDI）的人民币结算规模持续显著高于对外直接投资（ODI）的人民币结算规模。这意味着从总体上而言，跨境直接投资的人民币结算是境外人民币回流的一个重要渠道。此外，当前跨境直接投资人民币结算规模也显著超过了 2015 年的历史峰值。

图 3 跨境直接投资的人民币结算规模



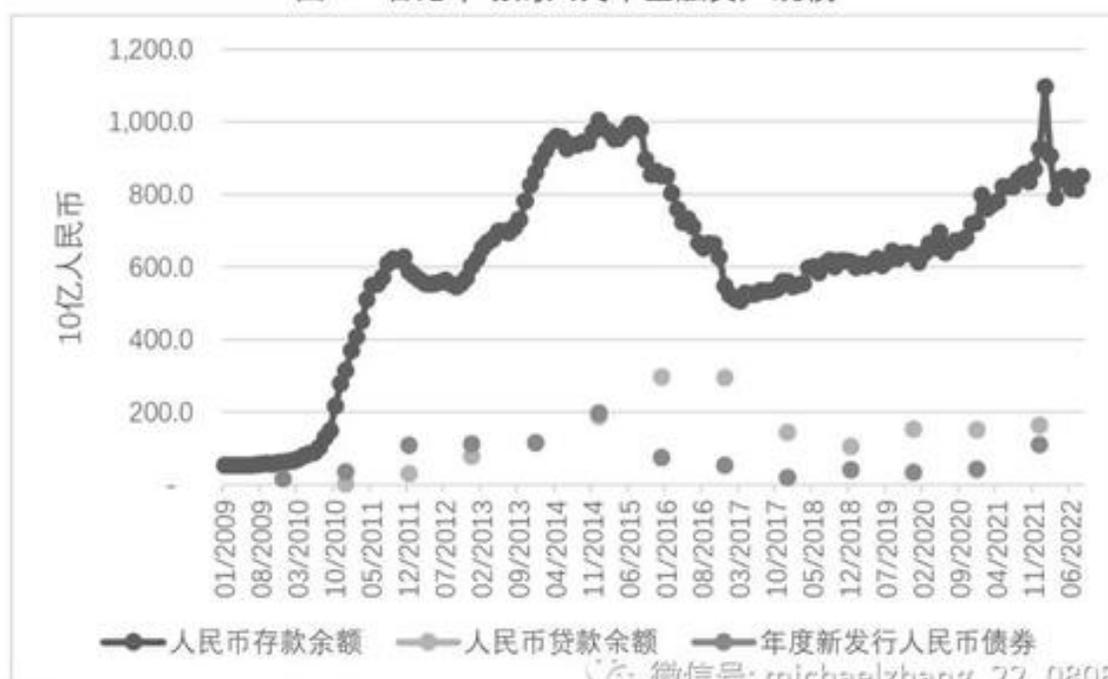
数据来源：CEIC。

微信号: michaelzhang_22_0808

香港人民币存款规模先是由 2009 年 1 月的 544 亿人民币上升至 2014 年 12 月的 10036 亿人民币，随后下降至 2017 年 3 月的 5073 亿人民币，继而重新上升至 2022 年 8 月的 8493 亿人民币（图 4）。香港人民币贷款余额先是由 2010 年底的 18 亿人民币上升至 2015 年底的 2974 亿人民币，随后下降至 2018 年底的 1056 亿人民币，继而重新上升至 2021 年底的 1636 亿人民币。香港年度新发行人民币债券规模先是由 2019 年的 160 亿人民币上升至 2014 年的 1970 亿人民币，随后下降至 2017 年的 206

亿人民币，继而重新上升至 2021 年的 1096 亿人民币。从以上数据中可以看出，截至目前，人民币存款依然是香港市场上最重要的人民币金融资产。截至目前，香港市场上人民币存款、贷款与年度新增债券发行额依然低于 2014-2015 年的历史峰值。

图 4 香港市场的人民币金融资产规模



数据来源：CEIC。

微信号: michaelzhang_22_0808

截至 2021 年底，中国央行与累计 40 个国家或地区的央行或货币当局签署过双边本币互换协议（中国人民银行，2022）。该协议的存量规模从

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_49738

