

2021年3月29日

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰

經濟研究員 丁孟

從貨幣國際化獨特實踐看國內國際雙循環格局 下人民幣國際化的發展路徑

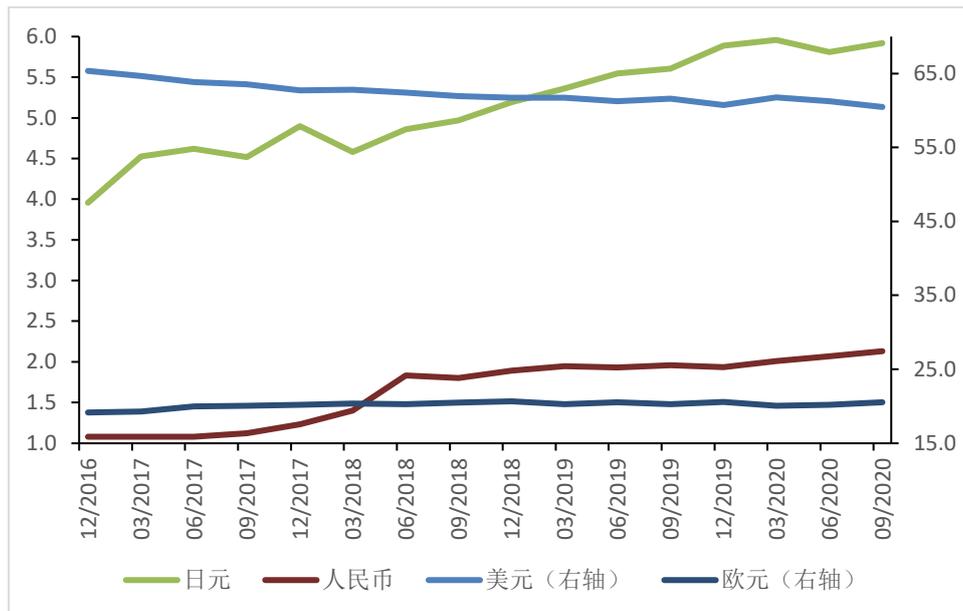
自2009年貨物貿易項下的人民幣跨境使用試點正式推出以來，人民幣國際化走過了十二年的風雨歷程，進行了一場有別於美元、歐元和日圓的獨特實踐，表現出四個基本特徵：政策驅動與市場牽引共同作用、離岸市場和在岸市場良性互動、國際結算和儲備貨幣職能彼此配合，以及人民幣匯率機制與國際化使用相互促進。可以說，人民幣國際化已打下了堅實基礎，但其國際使用程度仍然滯後於中國經濟及貿易投資所決定的水平。

在後疫情時代，全球經濟整體下行，但經濟重心繼續轉向新興市場；防疫措施衝擊國際貿易和投資，但產業鏈加速重整；宏觀政策超級寬鬆、遊資氾濫積聚金融風險，但資本逐利本性主導全球佈局；宏觀視角下貿易保護長期持續，但全球化不會走向歷史的終結。面對全球經濟金融新格局的深刻變化，十四五規劃提出形成以國內大循環為主、國內國際雙循環相互促進的新格局，在金融市場開放新的歷史條件下，探索人民幣國際化的新發展路徑具有重要理論和現實意義。

一、國際貨幣發展簡要歷程與人民幣國際化獨特實踐的路徑總結

目前國際貨幣體系的基本格局是：美元獨佔鰲頭，但領先優勢有所縮小，歐元，日圓地位略有提升。國際貨幣基金組織統計的數據顯示，2016年四季度到2020年三季度，美元在國際儲備中的佔比從65.36%下滑至60.46%，歐元佔比從19.14%上升至20.53%，日圓佔比從3.96%提升至5.92%。人民幣在國際儲備中的佔比從2016年四季度的1.08%上升至2020年三季度的2.13%。

圖 1：美元、歐元、日圓和人民幣在國際儲備中的佔比（%）



資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

回顧歷史，英鎊和美元的國際化過程主要伴隨著本國經濟政治的力量成長，通過市場自發形成，並都曾與作為天然貨幣的黃金以一定比例兌換，分別為依託金本位和金匯兌本位下的貨幣國際化。

英鎊國際化的基本路徑是金本位下對黃金的直接替代。19 世紀英國憑藉龐大的經濟基礎及國際社會對於英鎊兌換黃金的信任，推動英鎊替代黃金完成國際貨幣的完整構築。18 世紀英國依賴工業革命建立起強大的工業體系，英國政府努力推動自由貿易，從世界各國進口原材料，向世界各國出口工業製品，獲取了巨大的貿易利益。同時英國企業大規模向海外直接投資，以控制外國的原材料供給和工業製品的市場。到 19 世紀，各國相繼採用了金本位制度。由於當時英國是世界上經濟最強大的國家，基於對英國經濟以及對英鎊兌換黃金的信任，各國都願意持有英鎊並用英鎊進行國際結算。英鎊逐漸崛起，取代西班牙銀元成為當時主要的國際貨幣。

美元國際化的基本路徑是金匯兌本位下替代英鎊與全球黃金儲備支持的信用貨幣國際化的有機結合。美元國際化的基礎是第二次世界大戰後美國積累的黃金儲備與其國際話語權的結合，美元國際化初期是以金匯兌本位為基礎替代英鎊，20 世紀 70 年代後則轉為以信用貨幣履行國際貨幣職能。

美元國際化初期的實現方式和英鎊較為類似，受益於本國政治經濟力量成長，19 世紀末美國逐漸取代英國成為全球最大經濟體，20 世紀 20 年代，美元在貿易信貸中的使用首次超過英國；1940 年至 1945 年境外流動資產中的美元總量由英鎊的一半增加到英鎊的兩倍；在 1944 年召開的布雷頓森林國際貨幣會議上，以美元為主導的國際

貨幣體系正式形成，美元順理成章替代英鎊成為主要的國際貨幣。1954 年全球外匯儲備中美元的比例超過英鎊。1973 年布雷頓森林體系崩潰時，美元佔有國際儲備貨幣的份額為 64.5%，英鎊則只有 4.2%。

日圓國際化的特徵是由對外貿易和政策驅動，以區域貨幣合作推動國際化發展進程。1980 年日本頒佈新的《外匯法》，把過去對資本交易的“原則上禁止”改為“原則上自由”，取消了本國居民向國外提供日圓貸款和外匯不能自由兌換成日圓的限制。1984 年“日圓—美元委員會”和日本大藏省發表公告，對外匯交易的兩個規則作了修訂，第一個修訂是外幣期貨交易中的實際需求原則，即任何人都可以進行外匯期貨交易，不受任何實體貿易的限制，第二個修訂是企業可以自由將外幣換成日圓，也可以將在歐洲日圓市場上籌集的資本全部帶回日本。此外，日本政府在東京創設離岸金融市場，宣佈開放境外金融市場，取消外資流出的限制，提高對外資流入的限額，這些改革舉措為日圓在國際市場上的自由兌換和流通創造了條件，推動了日圓的國際化。

儘管日圓在市場驅動和政府推動下走向國際化，但相比日本的經濟體量，日圓國際化程度並不高。到 20 世紀 90 年代末，以日圓計價的日本出口貿易所佔比例約為 36%，以日圓計價的日本進口貿易所佔比例為 25%，以日圓計價的國際債券發行量所佔比例為 4.5%，日本銀行以日圓計價貸款所佔比例不到 20%。日圓更多是作為區域的一種國際貨幣，其時，有大量的學術文獻對日圓在區域內的國際貨幣地位進行討論，如例如：C.H. Kwan (1992) 討論對於不同的東盟國家，其貨幣掛勾日圓和不掛勾日圓的利弊，認為這種利弊取決於上述國家產品和日本的產品相比競爭性強弱和其與日本的商品貿易關係。Jeffrey A. Frankel & Shang-Jin Wei (1994) 通過實證證明，當時的數據並不支持東盟國家在設定匯率偏好方面有更多掛勾日圓而不是美元的傾向。1999 年日本大藏省設立了專門研討日圓國際化政策的“日圓國際化推進研究會”，該研究會明確提出應將東亞自由貿易區的建設和日圓國際化問題緊密結合，推進與亞洲各國之間貨幣、金融領域的協作。2000 年，東盟 10 國與中日韓 3 國財政部長在泰國清邁舉行會議，就東亞地區的貨幣金融合作，特別是在東盟 10 國與中日韓 3 國合作的機制下建立雙邊貨幣互換機制達成了共識，此後中日韓 3 國開始進行一系列的貨幣互換活動，這標誌著日圓亞洲化成為日圓國際化的重要組成部分。

人民幣國際化走出來一條不同於美元、歐元和日圓的獨特發展路徑。更多地體現為信用貨幣的國際化，其發展背景是全球主要採用浮動匯率制，黃金作為全球貨幣價值錨定的作用日益弱化，這在 2020 年開始的新一輪全球量化寬鬆中表現得更加明顯。總體而言，人民幣國際化是政策驅動和市場牽引的結果，離岸市場和在岸市場雙輪驅動，

國際結算和儲備貨幣職能彼此配合，人民幣匯率機制與國際化使用相互促進，為人民幣國際化打下了堅實基礎。後疫情時代中國經濟和貿易投資將持續增加，繼續推動人民幣提升國際使用程度。

中國人民銀行行長易綱 2020 年 10 月 24 日在第二屆外灘金融峰會上發表的視頻演講中表示，“人民幣國際化要堅持市場主導，監管當局應減少對人民幣跨境使用的限制，順其自然。新形勢下的人民幣國際化可在堅持市場主導基礎上，進一步完善對本幣使用的支持體系，為市場作用的發揮創造更好環境和條件。”香港金管局的 Hans Genberg（2011）提出對於一國貨幣國際化來說，最重要的前提是對於資金的跨境流動和第三方在使用該國貨幣進行有關貨物或資產交易的合約和貿易結算方面沒有限制。其他的前提條件包括：存有深度並且流動性優良的國內金融市場；對合約執行有公認良好的法律框架和穩定可預測的宏觀和微觀經濟政策。最主要的國際化表現是：貨幣在本國以外被非居民廣泛使用；廣泛用於國際貿易的定價；用於非本國居民之間的借貸；納入其他國家的官方儲備。

Peter B. Kenen（2009）提出國際化可以籠統地定義為將本國貨幣應用於本國以外的國際交易。一國貨幣要實現國際化最重要的前提是：1、政府必須消除在市場上自由買賣這種貨幣的限制。2、本國和外國的金融和非金融類公司都可以將該貨幣應用於國際貿易，而不論貿易的參與方是否本國企業。3、外國公司、主權機構和個人可以持有他們認為任何合適數量的該國貨幣。4、外國公司和主權機構可以發行該貨幣定價的金融證券。5、本國公司可以在外國發行以該貨幣定價的金融證券。6、諸如世界銀行和地區性開發銀行類的國際金融機構可以在該國市場上發行債務工具並使用。7、一國的貨幣可以被其他國家加入其貨幣籃子，作為管理其匯率的工具。最主要的國際化表現包括：應用於國際間的商品貿易；應用於債券和其他金融產品的定價。鄂志寰（2015）提出決定人民幣國際化前景的三大因素包括：實體經濟規模和對外貿易、投資聯繫的廣泛程度；金融市場體系的深度和廣度，可以為該貨幣的國際使用提供高效、低成本的交易場所和充裕的流動性來源；國際市場對該貨幣資產的信心。

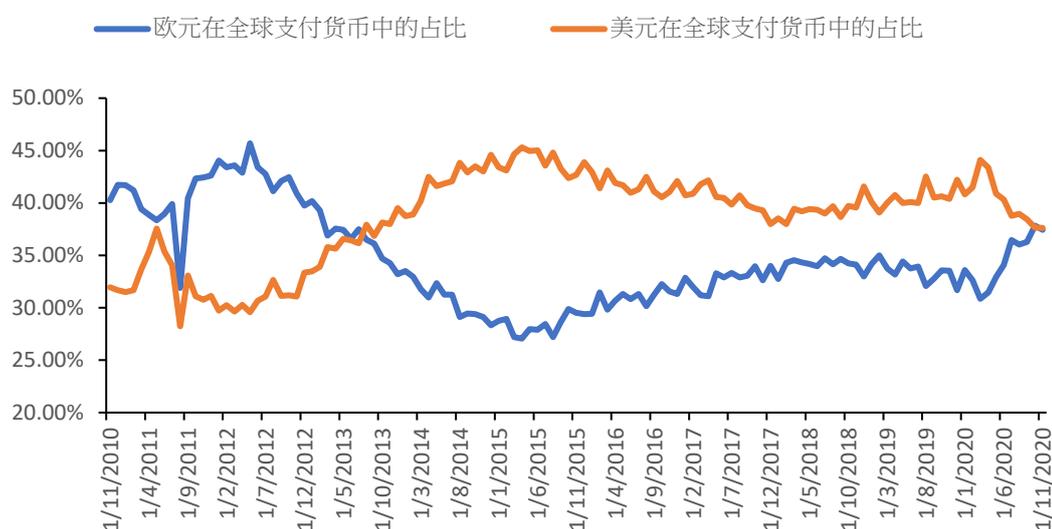
二、人民幣國際化是政策驅動和市場牽引的結果

以 2009 年人民幣貿易結算試點為標誌，相關部門陸續放鬆對人民幣業務的政策約束，出台一系列措施推動離岸債券市場發展，催生內生性的業務需求，基本形成離岸人民幣產品和服務體系。2016 年，人民幣加入 SDR，奏響從貿易媒介、投資工具到儲備貨幣的國際化三部曲，啟動了國際儲備貨幣多元化進程。其後，人民幣國際化政策逐漸讓位於市場發展，匯率及資本流動等因素對人民幣國際化的影響逐漸加大，人民幣國際化呈現市場主導的特點。

貨物貿易項下的人民幣跨境使用是人民幣國際化基礎。根據 SWIFT 統計，2014 年 11 月，人民幣在國際支付貨幣中的佔比一度達 2.45% 的歷史高點，排名高於日圓，2016 年 12 月底，全球人民幣支付佔比從 2015 年 12 月的 2.31% 降至 1.67%，2021 年 2 月，該佔比為 2.2%。目前，貿易領域的人民幣跨境使用政策完全放開，市場則根據人民幣匯率變化及資本流動的情況進行調整。跨境貿易仍然是持續推動人民幣國際化發展的實質性基礎。

在 SWIFT 統計的支付使用佔比方面，美元和歐元繼續佔據支付使用的前兩位，目前二者佔比合計超過 75%（見圖 2），人民幣在國際支付使用中的佔比從 2011 年 10 月的 0.31% 快速提升至 2021 年 2 月的 1.88%。人民幣支付佔比提升幅度略高於儲備貨幣佔比的提升幅度。

圖 2：歐元和美元在 SWIFT 統計的國際支付中的佔比



資料來源：彭博、中國銀行香港金融研究院

2017 年 3 月，國際貨幣基金組織（IMF）發佈了官方外匯儲備貨幣構成（COFER）報告，首次單獨列出人民幣外匯儲備資產的持有情況，當年三季度，人民幣外匯儲備規模為 1,079.4 億美元，佔整體已分配外匯儲備的 1.12%。2019 年四季度，人民幣外匯儲備佔比為 1.94%，2020 年三季度上升至 2.13%。

三、離岸市場是人民幣國際化的早期推動者和全週期參與者

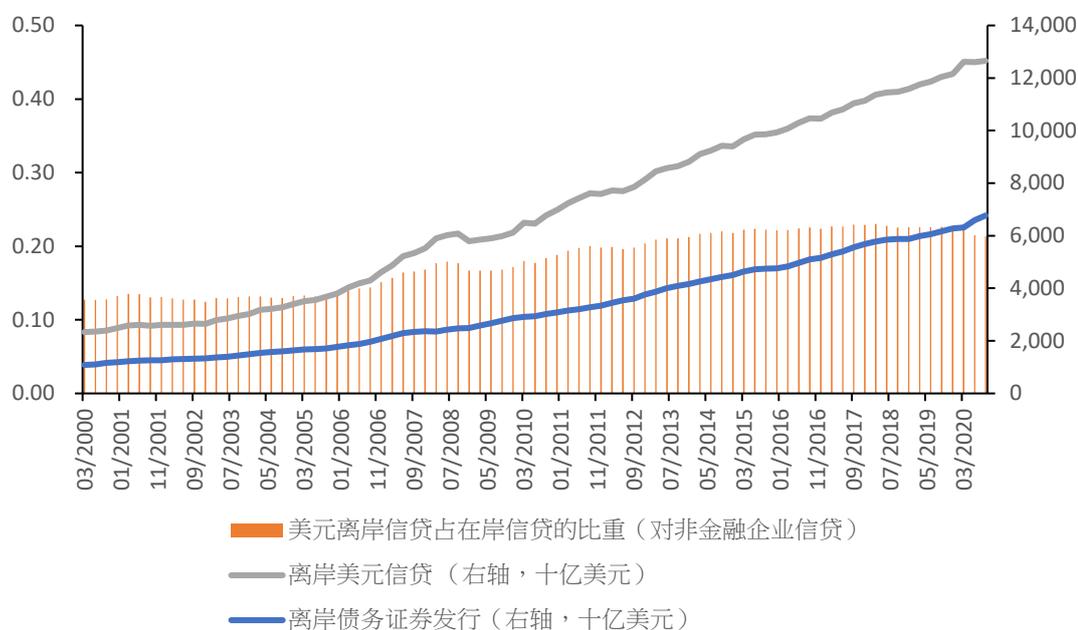
從貨幣國際化理論層面來說，離岸市場對於推動貨幣國際化具有得天獨厚的重要性，美元的國際化很大程度上受益於倫敦離岸美元市場的深度和廣度支持，在推動德國馬克國際使用過程中，巴黎、盧森堡等金融中心亦發揮了積極作用，在歐元推出後，倫敦的歐元離岸市場迅速發展，為歐元國際化提供了新動力。相反，日圓則在離岸市場

支撐方面有所欠缺，制約了其國際化發展能力。

歷史上，離岸美元市場在美元國際化過程中發揮了重要作用，其中不乏美聯儲給予的隱含政策支持。根據國際清算銀行 2010 年的工作論文（BIS 2010，No. 320）的綜述，在歐洲美元市場早期發展的三十年中，美聯儲為離岸的非銀行類存款人提供了類似稅務減免的優惠政策。此外，在歐洲美元市場發展的早期階段，吸收了大量來自各國官方美元儲備的資產（BIS（1965）。BIS（2010）認為，將匯率風險和國別風險分離，追求相對較高的收益率，以及監管環境、會計準則、語言和時區等與美國本土不同，這三個因素是投資者選擇持有離岸美元的重要原因。

在 2000 年以後，離岸市場同樣在美元國際化使用中扮演重要角色，按照國際清算銀行統計的數據口徑，如圖 3 所示，即使考慮到美聯儲在 2008 年金融危機後和 2020 年應對新冠疫情時均推出一系列政策鼓勵國內銀行放貸，並通過量化寬鬆政策，極大擴展了其國內銀行在美國本土的貸款能力，截止 2020 年三季度美元離岸信貸量，離岸信貸佔在岸信貸的比重和離岸債務證券（Debt securities）發行量相比美國本土市場都仍展現出明顯的增長，截止 2020 年三季度，離岸美元的債務證券發行已增加至 67,692 億美元。

圖 3：離岸美元信貸、在岸美元信貸和離岸美元債務證券發行量



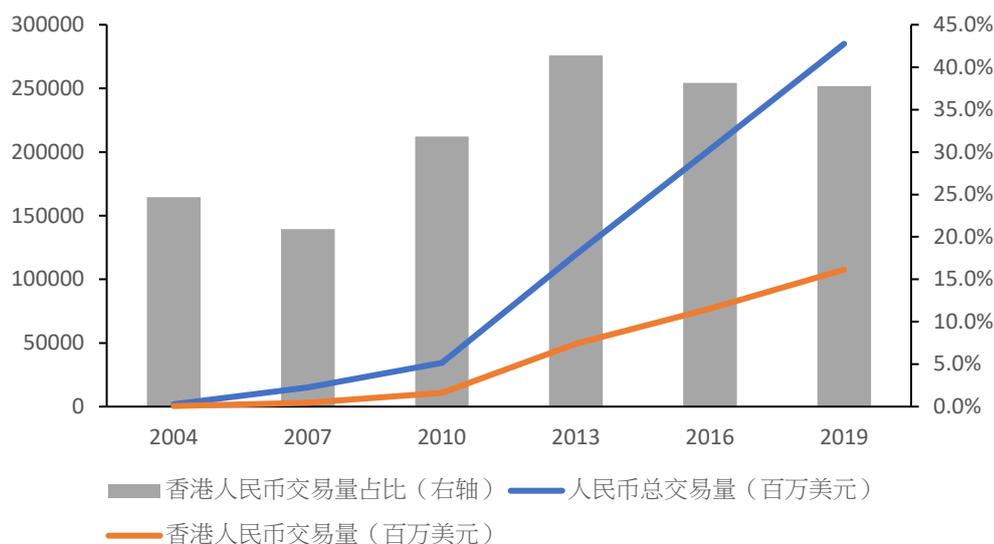
資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

對於外匯交易而言，離岸金融中心扮演了比本土市場更加重要的角色，即使擁有作為全球金融中心之一紐約的美國，也不例外。根據國際清算銀行 2019 年發佈三年一度的外匯調查報告和英倫銀行發佈的半年度外匯市場報告，倫敦仍是全球最大的外匯交易中心，也是最

重要的美元和其他貨幣的外匯交易市場。截止 2019 年 4 月，倫敦的外匯交易量佔總全球外匯交易總量 43%，比美國紐約 16.5% 的佔比高出近 3 倍。

離岸市場是人民幣國際化的早期推動者和全週期參與者，通過貿易和投資跨境交易積累了先發優勢和規模優勢。香港擁有首個離岸人民幣清算體系，人民幣資金池規模全球領先，人民幣交易市場加速成長，人民幣產品體系日趨多元化。根據國際清算銀行（BIS）統計，2019 年香港人民幣外匯交易每日平均成交 1,076 億美元，較三年前同樣的調查增加了 39.6%，佔全球人民幣外匯交易金額 37.8%，超過倫敦的 567 億美元及新加坡的 415 億美元。近年，內地加快開放在岸金融市場，人民幣呈現主場驅動特徵。離岸市場與在岸市場因價格不同形成套利關係。同時，滬港通和深港通，以及債券通的順利推出，實現了離岸市場與在岸市場的互聯互通，為境外人民幣提供新的投資渠道，推動離岸市場人民幣業務結構的多元化。

圖 4：全球和香港人民幣交易量



資料來源：國際清算銀行、中國銀行香港金融研究院

對照人民幣國際化的現狀，資本帳戶的全面可兌換和培育外國投資者可以自由參與國內金融市場對於人民幣國際化的發展仍然至關重要。但是金融風險防控同樣不能在人民幣國際化過程中被忽視，因此，考慮在香港離岸市場上，金融風險能與內地市場相對隔絕的背景下，推動人民幣國際化在資本項目下進一步滿足開放條件就是合理的政策選擇。

四、人民幣國際化與人民幣匯率市場化相輔相成相互促進

2020 年 10 月，前人民銀行行長周小川在金融街論壇年會平行論壇--“金融合作與變革”上表示，“過去有人擔心人民幣匯率跌破 7 和外

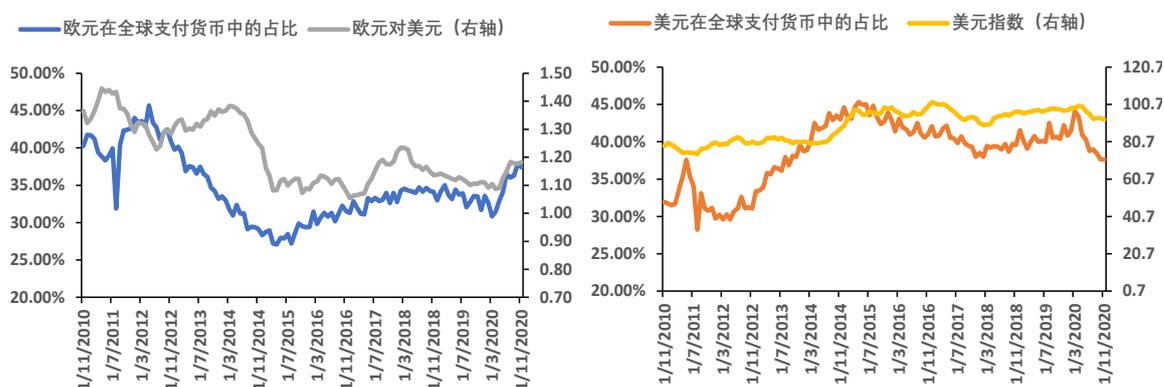
匯儲備跌破 3 萬億，7 是個重要的心理關口，但從這兩年情況來看，人民幣匯率在數字 7 關口有上有下，外匯儲備也保持浮動穩定。再加上國家總體實行高水平的開放型經濟，以及金融市場近年來在國際化上的嘗試如滬港通、深港通、債券通等，這些是目前真正對人民幣未來國際化有利的因素。”

我們認為，匯率的穩定性與貨幣的國際化高度相關，具有不容忽視的重要性。對此，我們結合 SWIFT 公佈的一國貨幣在全球支付中的佔比數據進行了實證檢驗：

SWIFT 公佈的數據是基於使用其報文系統 MT103 和 MT202 兩個支付類別統計的。根據 SWIFT 的定義，MT103 統計的是跨境或國際的現金轉帳，MT202 統計的是金融機構之間的資金轉移。從上述定義可以發現，SWIFT 統計的國際支付使用涵蓋了包括貨物貿易在內的多個方面，既包括非金融企業和個人客戶發起的轉帳，也包括金融機構間的資金轉移。因此，一種貨幣在金融交易中的應用，當其幣值變動，也會對於其在 SWIFT 統計的全球支付佔比產生很大影響，而不僅是在跨國貿易的層面。截至 2020 年末的數據顯示，美元和歐元合計佔 SWIFT 統計的支付使用超過 75% 的比重。因此，分析二者佔比的此消彼長與其貨幣幣值的變化關係，可以更清楚地顯示出 SWIFT 支付數據與貨幣本身幣值變動的密切關係。

以 2010 年 11 月至 2020 年 11 月的十年期間的月度數據（其中匯率使用月度均值）計算相關性，歐元在全球支付貨幣中的佔比與歐元兌美元匯率的相關系數和美元在全球支付貨幣中的佔比與歐元兌美元匯率的相關系數分別為 0.57 和 -0.64，如果使用代表範圍更廣的美元指數作為貨幣幣值的代表，則這種相關系數更可以分別上升至 0.72 和 -0.65。這種貨幣幣值和其國際使用的強相關關係在圖 5 顯示的歷史資料中表現的尤為明顯。

圖 5：歐元和美元在 SWIFT 統計的全球支付中的佔比和其匯率變化關係



資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

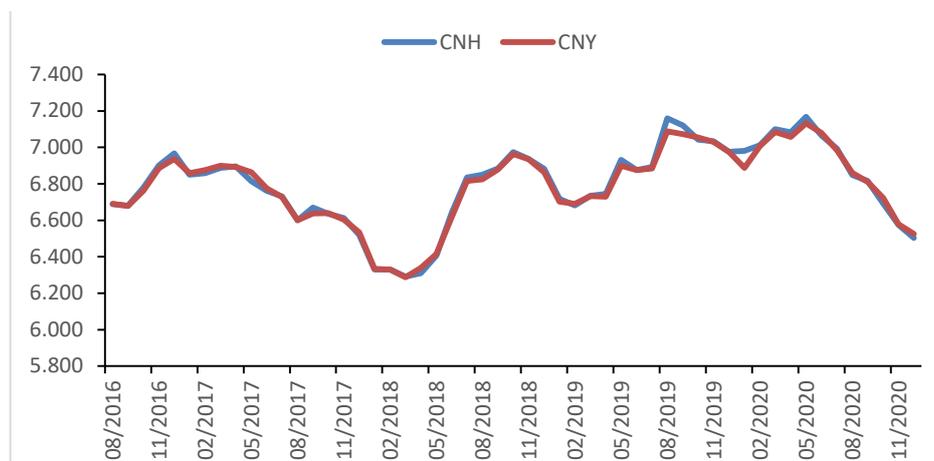
人民幣匯率與國際化的關係有兩個層面，一是人民幣匯率彈性對人民幣國際化的相關關係，二是離岸人民幣市場與在岸市場匯率差異對人民幣國際化的影響。

首先，觀察人民幣匯率彈性對人民幣國際化的影響。隨著人民幣國際化程度的提升，人民幣匯率彈性逐漸加大，兌一籃子貨幣保持基本穩定，兌美元匯率則呈現雙向預期、雙向波動，人民幣匯率決定的市場化程度進一步提升。在疫情引發全球金融動盪過程中，人民幣匯率較其他貨幣表現更為穩健，在短暫下跌後進入反彈期，外匯市場逐漸擺脫人民幣匯率是保或破某一個價位的心理障礙，在保持匯率彈性的同時提升了波動的韌性。長遠而言，應逐步建立人民幣匯率的避險功能，持續改善全球市場對於人民幣資產的信心。

離岸人民幣市場與在岸市場匯率差異一度是人民幣國際化中的重要觀察點。如果離岸人民幣與在岸人民幣的匯率波動有明顯不同，或者離岸人民幣匯率變動不會衝擊在岸人民幣匯率變動，則極端情況下通過匯率變動對於中國金融市場的衝擊就可以被有效地隔離在中國內地市場之外。從歷史數據看，離岸人民幣和在岸人民幣之間的價差在絕大多數時間都很有限的（見圖 6），以月末數據計算，8.11 匯改以來，在岸人民幣兌美元和離岸人民幣兌美元的價差除了 2019 年 8 月和 2020 年 1 月兩個月份之外均低於千分之五。由於資金往來的便利，二者的同構性明顯，因此需要檢驗在離岸和在岸人民幣的變動中，誰對誰的影響更加明顯。如果是在岸人民幣對於離岸人民幣的影響更加明顯，則國際金融市場風險通過匯率傳導至國內的可能性則較小，反之則風險較大。選取格蘭傑因果檢驗的方法考察上述假設那個成立，增廣迪基-富勒（ADF）檢驗顯示離岸和在岸人民幣兌美元匯率是非平穩的時間序列，不能直接使用格蘭傑因果檢驗，但是其變動滿足弱平穩條件。因此，使用離岸和在岸人民幣兌美元匯率的變動進行格蘭傑因果檢驗，結果於附表 1 所示，選擇 1 至 3 時間差的滯後均不能得出美元對離岸人民幣變動是美元對在岸人民幣變動的格蘭傑因的結論。

進一步檢驗在岸人民幣匯率變動是否是離岸人民幣匯率變動的格蘭傑因，結果如附表 2 所示，可以發現在 5% 顯著水平下，1 時間差滯後的在岸人民幣匯率變動對離岸人民幣匯率變動是有最好的解釋度，即在岸人民幣匯率變動是離岸人民幣匯率變動的格蘭傑因。上述實證分析顯示，使用 8.11 以來的月度匯率數據，離岸人民幣匯率的變動更多受到在岸人民幣匯率變動的影響，而非反之。因此，在香港設立離岸人民幣中心的安排可以有效的隔離本幣國際化可能導致的匯率極端波動的風險（即使考慮到新冠肺炎疫情在 2020 年初對於中國經濟衝擊情況亦然），降低本幣國際化的成本。

圖 6：“8.11”匯改以來在岸人民幣和離岸人民幣的價差（以兌美元匯率衡量）

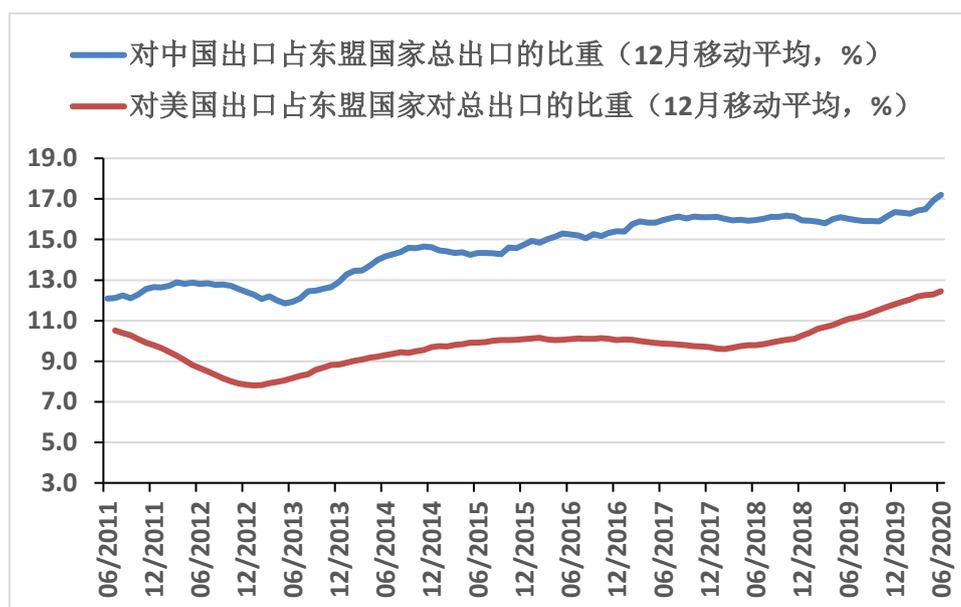


資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

在匯率定價領域，人民幣作為一種區域國際性貨幣，在東盟國家匯率定價參考籃子中的作用正在提升，匯率是市場交易的結果，最能反映市場供求，匯率定價參考錨作用的發揮是人民幣在支付、儲備和投資等多個領域在區域內發揮國際化貨幣作用的綜合反映：

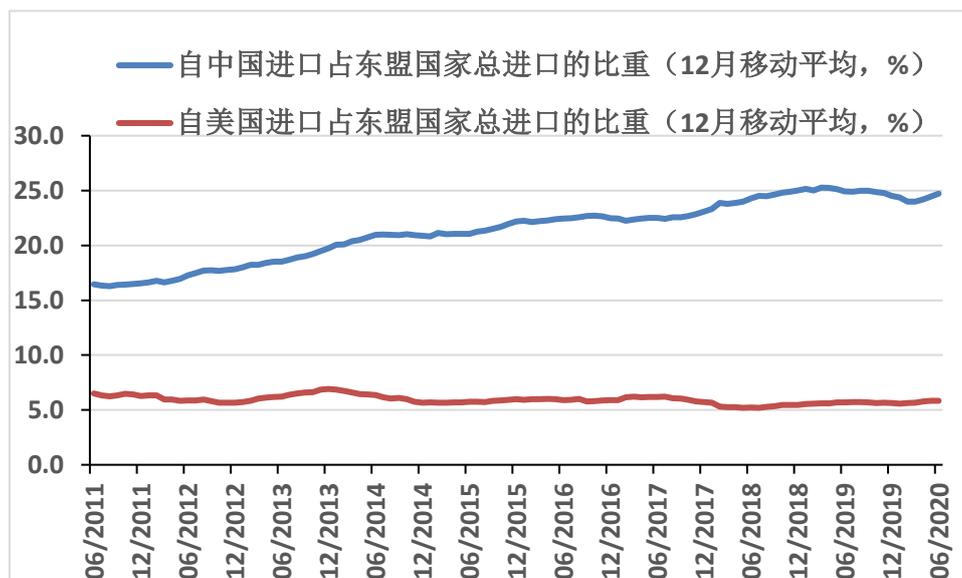
中國與東盟國家經濟和貿易往來日益密切，這是人民幣在東盟國家貨幣匯率定價中成為參考權重的基礎，過往十年的貨物貿易數據顯示，對比美國，中國作為東盟國家主要的貨物交易夥伴，重要性持續提升，雙邊貿易量有明顯的增長（見圖 7、圖 8）。

圖 7：對中國出口佔東盟國家總出口的比重上升



資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

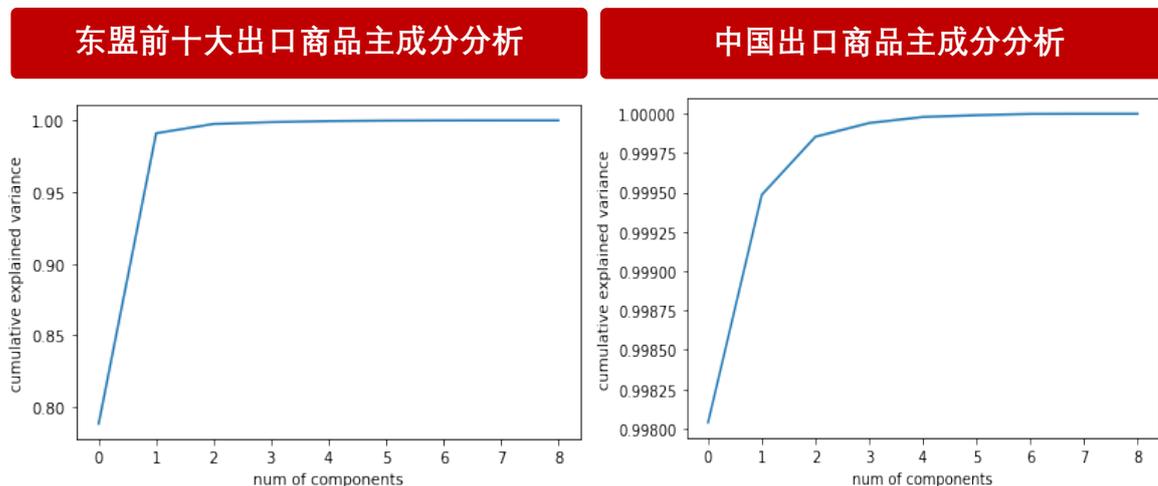
圖 8：自中國進口佔東盟國家總進口的比重上升



資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

同時，在貨物貿易方面，中國產品與東盟國家的產品在出口往第三方國家和地區方面存在很強的競爭性。出口商品之間的高度競爭可能是作為小型開放型經濟體的東盟各國採取某種形式盯住人民幣政策的另一個重要原因。為考察這種競爭性的強弱，採用主成分分析（Principal components analysis）方法，對於中國年度出口數據採用 HS 分類，計算第一主成分，使用同樣時間區間的數據，對根據 HS 分類統計的東盟前十大出口品，同樣計算第一主成分（對於中國出口和東盟前十大類商品出口，第一主成分對於數據集的變動性的解釋度均超過 90%，詳見圖 9），結果顯示，40% 以上的中國和東盟主要出口商品價值波動均可以由各自的“機器、機械器具、電氣設備及其零件”和“光學、照相、電影、計量、檢驗、醫療或外科用儀器及設備”兩大出口類別的變動所解釋，考慮到雙方在勞動密集型產品生產上的同質性，在上述出口領域，中國和東盟產品之間很可能存在較高競爭，且這種競爭對整體出口的變動影響大。

圖 9：中國和東盟出口商品主成分分析累積方差貢獻率



注：橫軸為選取的主成分數量，縱軸為對應的累積方差貢獻率
資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

採用類似 Jeffrey A. Frankel & Shang-Jin Wei (1994) 探討日圓匯率變動對東盟國家匯率變動解釋度的方法，使用 2010 年 1 月至 2020 年 6 月的匯率月度均值數據，檢驗人民幣作為東盟國家貨幣盯住籃子成員的假設，結果發現：人民幣實際匯率變動對汶萊元、印尼盾、老撾基普、馬來西亞林吉特、新加坡元、泰銖、菲律賓比索七種東盟國家貨幣的實際匯率變動解釋都有統計上的顯著性。隨著 RCEP 進一步加深區域內的經濟融合程度，中國與東盟國家在貿易上的競爭與合作將繼續增多，預計東盟國家貨幣將人民幣納入其匯率變動的參考籃子的現象可能會更加明顯，人民幣國際化在東盟地區更容易實現突破性進展。

表 1：東盟國家貨幣實際匯率變動對人民幣和美元實際匯率變動回歸分析結果匯總

	常數項	人民幣	美元	R-squared
汶萊元	0.0008	0.3924	-0.0643	0.155
印尼盾	-0.0031	0.4312	0.3459	0.105
老撾基普	-0.0005	0.1089	0.8716	0.835
馬來西亞林吉特	-0.0011	0.7561	-0.2969	0.143
新加坡元	0.0008	0.3983	-0.0606	0.161
泰銖	0.0008	0.4278	0.239	0.189
菲律賓比索	-0.0002	0.1964	0.5395	0.267
越南盾	-0.0021	0.0379	1.0213	0.669
柬埔寨瑞爾	0.0001	0.0767	0.9705	0.734
緬甸元	-0.0114	0.2851	0.2257	0.002

注：以紅色標示的回歸系數的統計顯著性大於 90%
資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

五、從應對國際貨幣競爭及雙循環高度勾劃人民幣國際化路線圖

未來一段時間，新冠疫情演變將推動全球經濟金融發展進入後疫情時代，主要經濟體經濟增長無法擺脫宏觀政策依賴，國際貿易和投資環境無法恢復常態，中國經濟運行的外部環境日趨嚴峻，在錯綜複雜的國際大變局中開拓人民幣國際化新局，並為中國經濟對外循環提供更多動能。為此，我們應認真分析，探索人民幣國際化新的發展方向。

(一)、穩步擴大人民幣國際使用範疇，拓展中國經濟對外循環的空間

人民幣國際化發展於國際金融危機環境下中國參與國際循環的重大實踐探索。新世紀頻繁出現的全球金融危機再次暴露了美元主導的單極國際貨幣體系的系統性缺陷，迫切需要找到新的公共產品和解決方案。經過十餘年的發展，人民幣加入了國際貨幣基金組織特別提款權（SDR）貨幣籃子，為國際儲備資產提供來自新興市場的多樣性選擇和新的公共產品，初步奠定了在全球貨幣體系中的地位，但是，人民幣的國際化程度仍然滯後於中國經濟及貿易投資所決定的水平，具有巨大的提升空間。

疫情衝擊導致全球貿易保護主義再度發酵，引發新一輪科技戰、金融戰，客觀上不利於人民幣國際化的推進。但是，面對後疫情時代全球金融市場的劇烈調整，更加需要人民幣提升國際使用範疇，以應對可能到來的金融博弈和圍堵。

疫情通過再分配效應推動全球經濟板塊加速再平衡，為未來的國際貨幣競爭奠定新的基調。2020年9月，中國外匯管理局副局長陸磊提出：“面向全球的高水平金融市場開放是統籌改革和防風險的關鍵，要推動以人民幣國際化為核心的高水平開放，促進金融大國向金融強國轉變。”

從雙循環的角度看，貨幣是一國經濟對外及對內循環相互交織的關鍵環節。一方面，貨幣通過利率決定及調整機制，有效配置資本，實現價格發現，為實體經濟內部循環提供資金支持。另一方面，通過匯率的動態調整，在一定程度上過濾外部衝擊，為內部經濟循環提供相對穩定的運行環境，並通過商品和資本渠道連接對內循環和對外循環。更為重要的是，如果該貨幣能夠獲得國際貨幣定位和屬性，有助於拓展該國對外循環的輻射空間，加強全球金融治理的能力建設。對中國而言，為應對後疫情時代可能加劇的金融博弈和圍堵，格外需要人民幣提升國際使用程度，保持人民幣在全球貨幣體系中的穩定地位可以成為中國參與國際規則制定、提升全球話語權及影響力的重要抓手，在全球金融治理中發揮積極的作用，拓展中國經濟對外循環的空間。

(二)、完善人民幣的國際貨幣屬性，提升中國金融資產的國際認受度

近年來，境外央行持有人民幣外匯儲備的意願逐漸增強，繼早期香港特區、新加坡、俄羅斯等地區和國家率先配置人民幣儲備資產後，歐洲央行、德國央行、法國央行等陸續透露其外匯儲備在向人民幣等為數有限的國際貨幣多元化。目前，全球有超過60家中央銀行和貨幣管理當局把人民幣納入外匯儲備，推動了人民幣國際儲備貨幣地位的提升。根據債券通數據，2020年外資持有的中國債券量進一步增加1

萬億人民幣，滬港通和深港通數據顯示，2020年外資通過滬港通和深港通增持中國股票 2,000 億人民幣，2020 年全年中國外商直接投資（FDI）相比 2019 年上升 4% 至 1,630 億美元，中國吸收外資的全球佔比大幅提升至 19%，超過美國成為 2020 年全球最大外資流入國。

2017 年 3 月，國際貨幣基金組織（IMF）發佈了官方外匯儲備貨幣構成（COFER）報告，首次單獨列出人民幣外匯儲備的持有情況。截至當年三季度，人民幣外匯儲備規模為 1,079.4 億美元，佔整體已分配外匯儲備的 1.12%。然而，截至 2020 年三季度，各經濟體央行所持有的外匯儲備中，人民幣資產為 2,445.2 億美元，佔全球官方外匯儲備資產的 2.13%，佔比高於 2019 年四季度的 1.96%，創下國際貨幣基金組織報告人民幣儲備資產以來的新高點。人民幣在全球央行外匯儲備資產中的佔比提升，反映境外投資者對持有人民幣資產的興趣持續增加，亦意味著中國金融資產的國際認受度有所提升。

提升人民幣國際貨幣屬性是人民幣國際化長遠發展的重要內涵。近年來，境外機構紛紛增持人民幣資產，跨境人民幣結算、海外人民幣清算、離岸人民幣存貸款、人民幣國際債發行等主要人民幣業務指標全面保持增長。中國抓住時機提出擴大人民幣在石油定價及交易中的使用，提升其對大宗商品交易定價的影響力，以“石油人民幣”將能源等相關產業和金融行業有機融合，應對國際大宗商品市場價格大幅度波動的挑戰，提高自然資源的可獲得性和安全性。

（三）、逐步打造人民幣避險貨幣新功能，為國際儲備資產提供更多選擇

近年來，人民幣匯率彈性逐漸加大，人民幣兌一籃子貨幣保持基本穩定，人民幣兌美元匯率則出現雙向預期、雙向波動的新特徵，外匯市場逐漸擺脫對於人民幣匯率某個特定價位的執念，人民幣匯率定價的市場化程度進一步提升，全球市場對於人民幣資產的信心隨之不斷提升。

總體而言，在全球金融市場下行階段，人民幣匯率較其他貨幣表現更為穩健，在短暫下跌後往往出現明顯反彈，表明人民幣在保持匯率彈性的同時，其匯率波動具有一定的韌性。因此，在後疫情時代，應逐步建立人民幣匯率的避險功能，為人民幣的國際使用提供更有力的支持。

（四）、推動重點區域本幣結算體系建設，深化與“一帶一路”沿線的經濟合作

在中美貿易摩擦持續影響下，中國對外貿易結構進入重構期，東盟與中國經貿關係日趨緊密。2020 年，東盟與中國雙邊進出口總額首

次超過歐盟，東盟成為中國最大交易夥伴。在後疫情時代，東盟經濟有能力繼續較快增長，2012年至2018年東盟十國GDP年均增長率為5.2%，高於全球3.6%的平均增幅。東盟十國作為單一經濟體，GDP規模排在全球第五位。此外，東盟不斷提升內部經濟金融一體化水平，提升其系統重要性。亞太區完成了RCEP談判，將逐步推動要素資源跨國配置，實現貨物、服務、資金、人流等跨境流動，應對疫情帶來的全球貿易下行壓力。RCEP形成穩定的區域經貿合作關係，可以提升東亞地區的經濟增長潛力，提升福利的全球性改善。此外，“一帶一路”打造全球互聯互通物理基礎和人文環境，亦將提升沿線實際需求和經濟發展潛力。

疫情導致全球金融市場劇烈調整，出現新的美元荒，在東南亞國家引發又一輪市場動盪。一些國家開始探討更多地使用本幣的可行性，加快推動區域內雙邊本幣在國際貿易和投資中使用。

2016年12月，印尼央行（BI）、馬來西亞國家銀行（BNM）及泰國銀行（BOT）互相簽署了雙邊本幣結算（LCS）框架協議，於2018年2月正式推出服務。根據印尼央行及馬來西亞國家銀行共同發佈的《ACCD印尼盾（IDR）—林吉特（MYR）本幣結算框架指引》，為兩國貿易的雙邊本幣結算提供了綜合解決方案，包括帳戶設立、資金劃撥、本幣兌換、貿易融資、風險對沖及跨境投資等，鼓勵貿易商靈活選擇兩種本幣進行結算及支付，兩國央行則通過帳戶管理及報表呈交，對LCS機制進行嚴格監管，保證本幣結算及兌換安全、暢順運行。

東南亞作為“一帶一路”沿線的重點區域，也是中國企業積極實施“走出去”戰略的重要目標市場，迫切需要國際銀行提供人民幣和區域貨幣等多種形式的金融服務。因此，人民幣國際化應從錦上添花轉向雪中送炭，在重點區域內滿足多種多樣的需求，發揮積極作用。

如前所述，中國與東盟國家有先天的經濟聯繫優勢，人民幣作為東盟國家貨幣匯率定價的參考基準之一，其作用已經在發揮。但在一些以歐元和美元為傳統匯率定價籃子的“一帶一路”國家，人民幣國際地位的發揮仍有待強化。以波蘭茲羅提和匈牙利福林為例，採用以表1中分析人民幣在東盟國家貨幣定價中的作用類似的方法，表2的結果表明，歐元在上述兩種貨幣匯率定價中的作用大大高於人民幣。

表2：波蘭茲羅提和匈牙利福林實際匯率變動對人民幣、美元和歐元實際匯率變動回歸分析結果匯總

	常數項	人民幣	美元	歐元	R-squared
波蘭茲羅提	0	-0.03	0.09	1.06	0.18
匈牙利福林	-0.001	-0.14	-0.23	0.84	0.20

注：以紅色標示的回歸系數的統計顯著性大於95%

資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

(五)、加強人民幣國際化基礎設施建設，打通人民幣國際化的關鍵一公里

清算收付系統是貨幣跨境及國際使用的金融基礎設施，國際收付清算包括信息流的傳遞和處理以及資金流的結算和清算兩個重要環節。SWIFT 主要負責信息流的傳遞，過程不涉及清算亦不影響資金流。資金清算由各主要經濟體建立國際清算系統，中國建立了 CIPS 系統，依託國內清算 CNAPS 系統進行最終資金結算。兩大系統相輔相成，緊密聯繫，缺一不可。2016 年和 2018 年，SWIFT 和 CIPS 兩次簽署了戰略合作備忘錄，雙方充分利用各自的優勢提高人民幣跨境支付服務的效率，促進人民幣的國際化進程。

後疫情時代，應該繼續優化 CIPS 的配套設施建設，完善 CIPS 系統有效運作，提升跨境資金匯劃效率，為人民幣外匯交易和石油等大宗商品期貨交易提供配套的流動性安排機制。鼓勵更多海外國家地區建立本國、本地的人民幣支付清算系統，並建立與 CIPS 之間的系統連接。促進境外投資者更廣泛地參與人民幣投融資和金融產品交易，便利外資流入，強化人民幣業務優勢，為人民幣國際化發展提供有力的支持。

具體建議包括：1) 建立提供緊急流動性支援的制度性安排，由 CIPS 提供日間回購功能，讓境外參與者在緊急情況下可以內地合資格債券為抵押獲取流動性支援，用於順利完成交易結算；2) 整合提升金融基礎設施的功能，打通支付系統（如 CIPS 等）、銀行間交易系統（CFETS）、股票登記託管系統（中證登）以及債券登記託管系統（中債登、上清所），建立和完善外匯交易同步交收 PVP 及銀貨兩訖 DVP 的結算模式；建立內地與香港清算所(CCP)互聯互通機制，促進人民幣衍生品的交易及清算；建立境內外債券發行平台（人民銀行大額招標系統/債券通公司 ePrime 系統）的對接，促進人民幣全球債的發行。3) 研究人民幣加入外匯持續連接結算系統（CLS）的可行性，減少在國內進行交易和支付結算可能帶來的交易對手風險、結算風險和操作風險。4) 及早澄清海外投資者投資境內人民幣資產的稅務處理問題，完善金融基建互聯互通機制。5) 接受海外投資者使用 ISDA 開展境內人民幣衍生品交易。6) 定期組織官方人民幣市場推介會，介紹中國經濟運行情況，解讀最新貨幣財政政策，提高國際市場對中國市場的認知度。

(六)、繼續發揮離岸市場的先發優勢，擴大離岸市場輻射範圍，推動人民幣在一帶一路重點區域的使用

離岸市場始終是人民幣國際化的推動者和參與者，積累了先發優勢和規模優勢。滬深港通和債券通等市場互聯互通措施加強了離岸市

場與在岸市場的良性互動，共同推動人民幣國際化發展。

建議推動在岸市場與離岸市場進行更加廣泛的金融合作，發揮離岸市場金融基礎設施完善等綜合優勢，吸納更多的國際資本，向國際投資者提供基金、保險、MCB 存款等，豐富離岸人民幣產品譜系，把離岸人民幣市場做大做強。同時，依託在岸市場，積極配合和支援在岸市場進一步提升國際參與度和開放水平。境外市場主體近年來對人民幣接受程度普遍提高，亦有越來越多跨國企業及機構使用人民幣，但從全球市場範圍觀察，美元、歐元仍然是最主要結算手段，尤其是東南亞等周邊國家更依賴美元結算，有必要加強對當地市場的培育，鼓勵在當地經營的清算行、中資銀行、中資企業及中資行業協會，開展多種形式人民幣推介活動，邀請當地央行及客戶參與，有條件時人行亦可站台或通過視頻參與，共同推動人民幣成為一帶一路的關鍵貨幣。

總之，人民幣國際化知易行難，任重道遠，應從推動國內國際“雙循環”的大局出發，以拓展人民幣在東盟和“一帶一路”國家與中國的經貿往來和投資中的應用為突破口，發揮香港離岸人民幣中心和全球金融中心的作用，豐富離岸人民幣產品，依託粵港澳大灣區加強香港與內地金融市場的互聯互通，打造與中國經濟地位相稱的人民幣國際化地位。

附表 1：對於離岸人民幣匯率變動是否是在岸人民幣匯率變動的格蘭傑因的檢驗結果

Granger Causality

number of lags (no zero) 1

ssr based F test: $F=0.2633$, $p=0.6102$, $df_denom=48$, $df_num=1$

ssr based chi2 test: $chi2=0.2797$, $p=0.5969$, $df=1$

likelihood ratio test: $chi2=0.2790$, $p=0.5974$, $df=1$

parameter F test: $F=0.2633$, $p=0.6102$, $df_denom=48$, $df_num=1$

Granger Causality

number of lags (no zero) 2

ssr based F test: $F=0.3783$, $p=0.6872$, $df_denom=45$, $df_num=2$

ssr based chi2 test: $chi2=0.8406$, $p=0.6568$, $df=2$

likelihood ratio test: $chi2=0.8336$, $p=0.6591$, $df=2$

parameter F test: $F=0.3783$, $p=0.6872$, $df_denom=45$, $df_num=2$

Granger Causality

number of lags (no zero) 3

ssr based F test: $F=0.3331$, $p=0.8015$, $df_denom=42$, $df_num=3$

ssr based chi2 test: $chi2=1.1657$, $p=0.7612$, $df=3$

likelihood ratio test: $chi2=1.1520$, $p=0.7645$, $df=3$

parameter F test: $F=0.3331$, $p=0.8015$, $df_denom=42$, $df_num=3$

附表 2：對於在岸人民幣匯率變動是否是離岸人民幣匯率變動的格蘭傑因的檢驗結果

Granger Causality

number of lags (no zero) 1

ssr based F test: $F=6.0602$, $p=0.0175$, $df_denom=48$, $df_num=1$

ssr based chi2 test: $chi2=6.4390$, $p=0.0112$, $df=1$

likelihood ratio test: $chi2=6.0638$, $p=0.0138$, $df=1$

parameter F test: $F=6.0602$, $p=0.0175$, $df_denom=48$, $df_num=1$

Granger Causality

number of lags (no zero) 2

ssr based F test: $F=3.8083$, $p=0.0296$, $df_denom=45$, $df_num=2$

ssr based chi2 test: $chi2=8.4630$, $p=0.0145$, $df=2$

likelihood ratio test: $chi2=7.8185$, $p=0.0201$, $df=2$

parameter F test: $F=3.8083$, $p=0.0296$, $df_denom=45$, $df_num=2$

Granger Causality

number of lags (no zero) 3

ssr based F test: $F=3.1641$, $p=0.0342$, $df_denom=42$, $df_num=3$

ssr based chi2 test: $chi2=11.0742$, $p=0.0113$, $df=3$

likelihood ratio test: $chi2=9.9842$, $p=0.0187$, $df=3$

parameter F test: $F=3.1641$, $p=0.0342$, $df_denom=42$, $df_num=3$

參考文獻：

1. Barry Eichengreen, Marc Flandreau, 2010. The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-39, BIS Working Paper No. 328
2. C. H. Kwan, 1992. An optimal peg for the Asian currencies and an Asian perspective of a yen bloc. Federal Reserve Bank of San Francisco, issue September.
3. Dong He and Robert N McCauley, 2010, Offshore markets for the domestic currency : monetary and financial stability issues, BIS Working Paper No. 320
4. Eiji Ogawa & Junko Shimizu, 2005. A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia. Discussion papers 05017, Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).
5. Guglielmo Maria Caporale & Luis A. Gil-Alana & Kefei You, 2016. Exchange Rate Linkages between the ASEAN Currencies, the US Dollar and the Chinese RMB, Discussion Papers of DIW Berlin 1590, DIW Berlin, German Institute for Economic Research.
6. Hans Genberg, 2011. Currency internationalisation: analytical and policy issues, A chapter in Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific, 2011, vol. 61, pp 221-230 from Bank for International Settlements
7. Jeffrey A. Frankel & Shang-Jin Wei, 1994. Yen Block or Dollar Block? Exchange Rate Policies in the East-Asian Economies. NBER Chapters, in: Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows, pages 295-333, National Bureau of Economic Research, Inc.
8. Peter B Kenen, 2009. “Currency internationalisation: an overview”, presented at the BoK/BIS seminar on Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific, Seoul, 19–20 March
9. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019, IMF
10. 鄂志寰 (2015), 人民幣國際化可以走多遠? 當代金融家 2015 年第 11 期
11. 鄂志寰、戴道華 (2016), 人民幣匯率貶值為中國銀行業帶來的匯率風險, 中銀財經述評
12. 鄂志寰 (2016), 加入 SDR 人民幣國際化進入新時代, 大公網

13. 鄂志寰 (2019), 金融市場開放與人民幣國際化新生態, 中國智庫網
14. 鄂志寰 (2021), 雙循環開啟人民幣國際化新戰略機遇, 信報
15. 陸磊 (2020), 推動以人民幣國際化為核心的高水平開放 促進向金融強國轉變, 路透新聞
16. 溫信祥、徐昕 (2015), 人民幣國際化的全新歷史時期, 《人民論壇-學術前沿》
17. 易綱 (2020), 人民幣國際化要堅持市場主導, 人民網
18. 周小川 (2020), 人民幣國際化過程中仍存雙軌問題, 要下更大決心提高人民幣可自由使用程度, 金融街論壇年會平行論壇--“金融合作與變革”