



张明：新周期下推进人民币国际化的策略与思路



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张明



在人民币国际化方面，我是一个从 2009 年开始跟踪观察的长期研究者。以下讲三个小问题。一是人民币国际化的新周期和新策略；二是当前中国金融发展的三个重要方向；三是如何结合构建双循环新发展格局来推进人民币国际化。

一、人民币国际化的新周期和新策略

迄今为止，人民币国际化已经经历了一个完整的周期，第二个周期正在展开。第一个周期大概是 2009 年到 2017 年，其中上升期是 2009 年到 2015 年上半年，下行期是 2015 年下半年到 2017 年底。

我们一般用三个指标来衡量人民币的国际化程度：一是跨境贸易中人民币结算的比重；二是离岸市场人民币存款规模；三是中国央行和其他国家或地区央行签署的双边本币互换规模。

在第一个周期的鼎盛时期，也即 2015 年上半年，中国跨境贸易约有 1/3 使用人民币结算；当时香港人民币存款规模超过 1 万亿人民币，据估计全球范围内离岸市场人民币存款规模超过 2 万亿人民币；中国央行跟其他国家或地区央行签署的双边本币互换突破 3 万亿人民币。

然而，上述三个指标在第一个周期的下行期，也即 2015 年下半年到 2017 年底期间均有明显下降。例如，香港人民币存款规模在 2017 年底一度降至 5000 亿左右，几乎缩水了一半。从短期来看，导致人民币国际化放缓的主要原因包括：人民币升值预期转为贬值预期；中国央行收紧了人民币资金外流、中美利差收窄、境内系统性风险上升等。

在第一个周期里，中国央行采取了一套策略来推动人民币国际化，我把它概括为旧“三位一体”，主要政策包括：一是鼓励人民币跨境贸易和直接投资使用人民币来结算；二是大力发展以香港为代表的离岸人民币金融中心；三是中国央行积极和许多国家和地区央行签署双边本币互换。这套策略推动人民币国际化取得了很多进展，除了上面提到的三个指标，更重要的里程碑事件是在 2016 年下半年，人民币被纳入国际货币基金组织特别提款权（SDR）的货币篮，并且在其中的权重超过了日元和英镑，仅次于美元与欧元。

不过，旧“三位一体”策略也产生了一些问题。一是过度重视人民币的跨境结算，而相对忽视了人民币计价功能的拓展。从某种程度上来讲，将人民币作为计价货币要比作为结算货币更为重要。二是过度重视发展离岸金融市场，但是离岸金融市场上产品供给能力较差、收益率较低。此外，由于在岸和离岸市场上的人民币汇率和利率不一样，所以过去滋生了很多跨境套利交易。三是相对忽视了培育中国周边国家和一带一路沿线国家对人民币的真实需求。

从 2018 年起，人民币国际化进入新的发展周期。在新周期里，我们认为，中国央行推动人民币国际化的思路发生了重大转变，可以将其概括为新“三位一体”。新“三位一体”策略在一定程度上是在努力克服之前旧策略存在的问题。主要政策包括：

一是大力拓展人民币作为大宗商品计价货币的功能。三四年前，上海建立了人民币计价的原油期货交易市场。这个市场发展非常迅速，现在已经成为全球第三大原油期货交易市场。尽管主要交易的至少一方仍是中资企业，但这已经是很重要的进步。目前我们正在推出并拓展人民币计价的铁矿石、农产品、天然气交易市场，这在未来会形成一个大趋势。

二是更加注重在岸金融市场对外国机构投资者的开放。这主要是由于在岸市场提供人民币产品的种类更加丰富，收益率更加具有吸引力，而且流动性更强。近两年来，中国在岸金融市场的开放速度非常快。一个标志性事件就是在 2019 年 9 月，中国政府取消 QFII 和 RQFII 的投资额度限制。

此外，目前中国金融市场中大多数金融机构已经允许外资独资经营了。

三是着力在东盟、“一带一路”沿线等周边区域培育针对人民币的真实、粘性需求。例如，我们鼓励中国企业在对外直接投资、产业园建设和其他一些领域中使用人民币计价结算。同时，通过在岸市场开放，吸引通过上述渠道流出的人民币回流，最终在境外形成较大规模、较为稳定的人民币存量。

二、中国金融发展的三个新趋势与人民币国际化

在未来 10 年到 15 年，中国金融领域将会出现三个新发展趋势，可以将其和人民币国际化关联起来。

第一个新趋势是金融如何为实现共同富裕服务。无论是去年五中全会后出台的 2035 远景目标，还是习总书记在今年的“七一”讲话中，都提到要让全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展。传统上一般认为，金融业发展将会扩大收入差距，而现在，应该重点研究如何让金融体系更好地为实现共同富裕服务。目前我可以想到的领域至少包括：第一，普惠金融。中国台湾在普惠金融方面的很多经验值得我们学习。第二，养老基金和社保基金。中国未来的养老体系将会面临巨大的资金缺口，需要思考未来如何更好地利用各地的社保基金和养老基金为即将到来的老龄化社会保驾护航。第三，如何利用金融发展来进一步缩小城乡差距，让金融更好地为进城农民工和农村居民服务。

第二个新趋势是绿色金融。碳达峰、碳中和在未来将会成为中国经济发展的重要约束，但也将促进中国经济结构转型并带来很多新的商业机会。例如，未来绿色金融产品将会快速发展。如何将国内绿色产品供给和人民币国际化更好地结合起来，有很多工作可以做。比如，ESG 投资是当前全球范围内的一大新趋势，很多金融机构的投资要求要更加符合生态环境和社会治理的要求。ESG 投资可以和绿色金融产品供给结合起来，这意味着未来外国机构投资者可能会对中国绿色金融产品产生旺盛需求。

第三个新趋势是数字金融。如何利用数字人民币的契机来进一步推动人民币国际化，值得我们深入思考。目前数字人民币的功能只是替代 M0，因此在当前阶段对人民币国际化的推动作用可能比较有限。但这仅仅是一个开始。我个人判断，未来数字人民币的替代范围会逐渐扩大。当它开始扩展到 M1 和 M2 的时候，就会大有文章可做。

简言之，金融与共同富裕、绿色金融、数字金融这三个金融领域的新趋势，将会成为未来中国金融市场上持续热门的话题。如何这些趋势和人民币国际化结合起来，无疑非常重要。

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_33146

