



管涛：汇率选择与货币国际化——来自于中国的经验





01

“8.11” 汇改人民币国际化受挫

“8.11” 汇改后，由于人民币汇率意外走弱，人民币国际化初期受到一定的挫折。

2009 年跨境贸易人民币计价结算试点启动，揭开了人民币国际化的序幕。之前也有一些人民币跨境流通使用的探索，比如放松跨境携带人民币现钞出入境的限额，鼓励边贸用人民币计价结算，自 2004 年开始在港澳地区允许当地的银行办理个人人民币业务等，都是规范跨境人民币流通使用的探索。但正式的人民币国际化还是从 2009 年底的跨境贸易人民币计

价结算试点开始的。

之前我国对于人民币国际化的提法是非常慎重的，都是提“跨境人民币计价结算”或者是“跨境人民币流通使用”。2014 年底的中央经济工作会议首次正式提出要“稳步推进人民币国际化”。所以，人民币国际化在比较长的一段时期都没有正式地在党和国家的文件中提出过，直到 2014 年底的中央经济工作会议，后来人民币国际化写入了“十三五”规划纲要。

从 2009 年开始跨境贸易人民币计价结算试点，到 2015 年年底，人民币加入特别提款权篮子货币，成为第三大权重货币，在这六年的时间中，人民币部分国际化的指标取得了长足进展。根据 SWIFT 统计，在全球国际支付市场份额，人民币占比从无到有，到 2015 年时年均占比 2.19%，成为第五大国际支付货币。在跨境人民币贸易计价结算中占比也是从无到有，到 2015 年时最高占比达到 29%。

早在 2010 年，国际货币基金组织就对人民币申请加入 SDR 成为篮子货币进行了审议，从当时的出口指标看，人民币已经达到了“入篮”标准，但由于人民币在国际上使用和流通的程度还比较低，所以第一次“入篮”审核没有通过。2015 年 10 月 31 日，国际货币基金组织正式批准中国人民币加入篮子货币的一个很重要的原因是，这些年人民币国际化取得了重要进展。人民币第一次入篮的权重是 10.92%，成为仅次于美元、欧元的第三大权重货币。2009 年开始的跨境人民币计价结算试点对于推动人民币顺利“入篮”发挥了非常积极的作用。而 2015 年年底人民币顺利入篮又标

志着人民币国际化新的里程碑，意味着人民币国际化得到了国际上的接受和认可。

人民币国际化在 2009 年以后取得快速进展的重要原因是，2005 年“7.21”汇改后人民币出现一波单边升值。在升值预期的驱动下，人民币国际化发展非常快，但也出现了一些水分，民间积累了比较严重的货币错配，导致了对外金融脆弱性的增加。虽然 2005 年“7.21 汇改”后开始实行以市场供求为基础，参考一篮子货币调节的有管理的浮动汇率制度，增加人民币汇率弹性，但总体上人民币汇率波动性相对较低。特别在“8.11 汇改”前夕，2012、2013、2014 年人民币汇率年度最大振幅只有 1%-3%，非常小，只相当于其他七种主要储备货币年均最大振幅均值的 20% 左右。单边预期导致外汇兑换人民币的意愿增强，对外支付则尽可能借外汇对外支付。可以看到 2009 年后，在升值预期驱动下，银行代客涉外收付中人民币跨境收付持续净流出，在给定银行代客跨境收付顺差的情况下，人民币流出的越多，意味着外汇的跨境涉外收付净流入越多。2015 年以前，2010-2014 年银行代客外币涉外收付的顺差持续大于银行代客涉外收付顺差，因为人民币是净流出的，因此可以理解当时人民币跨境业务在一定程度上加强了人民币升值的压力。

贸易顺差本应通过资本项下输出人民币，但当时的情况是资本项下流入人民币，贸易项下输出人民币，反而加大了对外的债务负担。而且从国际投资表上看，由于前期人民币单边升值预期导致的民间资产负债币种错

配,到 2015 年 6 月底,剔除储备资产后民间对外净负债是 2.37 万亿美元,占年化名义 GDP 的 21.8%,虽然国家对外净债权,但民间对外净负债。显然这种民间对外资产负债的结构对于人民币贬值是非常敏感的。

因此,在“8.11 汇改”初期人民币汇率出现意外贬值,引发了市场的集中调整,民间开始增加海外资产配置,加快债务偿还,形成了资本外流、储备下降、汇率贬值的恶性循环。在当时形成了一波高烈度的跨境资本流动的冲击。在这种情况下,前述很多人民币国际化指标大部分出现了较大的回撤。比如国际支付份额和银行代客涉外收付中人民币占比的下降。在

“8.11 汇改”初期形成了资产方和负债方同时净流出,资本集中流出的局面。从一些指标来看人民币国际化确实出现了倒退,但人民币国际化并没有停滞,而是在方向和力度上进行了调整,过去是离岸市场驱动,到 2015 年下半年开始加快境内债券和股票市场的开放后,转向了在岸市场驱动。

02

汇改逆袭后人民币国际化稳中有进

2017 年以后,人民币汇改出现逆袭,此后央行基本退出了外汇市场常态干预,境内金融市场开放稳步推进,人民币国际化也是稳中有进。

2017 年,央行对现行汇率形成机制进行了进一步完善,首先是在 2016 年年底公布了人民币的篮子货币——有效汇率指数。2016 年 2 月披露了人民币汇率中间价的报价机制,由上一日下午四点半收盘价加上隔夜篮子

货币走势共同决定，增加了人民币汇率形成机制的透明度。第三步是在 2017 年 5 月底在这一报价机制中引入了逆周期因子，更好地反映经济基本面的变化，对冲外汇市场的顺周期性。所以，2017 年人民币汇率不但没有破 7，反而升值了将近 7%，外汇储备也没有破 3 万亿，反而增加了 1294 亿美元。通过引入逆周期因子，在 2017 年实现了“8.11 汇改”的成功逆袭。

在打破了市场的单边下跌和单边贬值预期后，汇率政策、监管政策从 2018 年开始回归中性，人民币汇率呈现有涨有跌双向波动。2018 年以来人民币汇率出现三次比较大的波动，一次是 2018 年 4 月初到 11 月初人民币汇率的快速回调。第二次是 2018 年 8 月由于中美经贸谈判再现僵局，人民币汇率破 7。2020 年 5 月底由于地缘政治风险外溢，人民币汇率跌到 12 年来的新低。第三次是在 2022 年 3 月中旬，人民币汇率打破了 2020 年 6 月份以来的震荡升值走势，出现快速下跌。虽然在 2018 年以来人民币汇率出现了有涨有跌的宽幅震荡，但是市场预期都保持了基本稳定，而且市场主体的风险中性意识强化，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发生。即升值的时候买外汇的多，卖外汇的少；贬值的时候卖外汇的多，买外汇的少。

2018 年以来，央行外汇局无论是面对升值还是贬值，除了调整宏观审慎措施之外，没有再引入新的资本外汇管制措施，在人民币汇率快速调整过程中，市场并没有出现新的贬值恐慌，反而对于外汇风险的对冲力度逐

步加大。今年上半年银行对客户的交易里，远期加期权占比 26%，已经超过了 2019 年国际清算银行抽样调查中 23% 的世界平均水平。所以，企业对汇率风险对冲的力度已经接近或者略微超过了国际平均水平。

汇率波动下汇率市场的稳定增强了境外投资者的信心。央行坚持货币政策以我为主，汇率负责出清外汇市场，没有求助于新的资本外汇管制措施，吸引了外资对人民币资产的兴趣。这对于支持这一次国际货币基金组织 SDR 定值重估提高人民币权重发挥了重要作用。

过去这些年境外持有的人民币金融资产不但没有减少，反而增加。

“8.11 汇改”后，人民币国际化并没有停滞，而是方向和力度进行了调整，从离岸驱动变成了在岸驱动。由过去境外人民币存款转存境内，变成了境内的外资人民币存款或外资人民币贷款，或者通过 QFII、RQFII 渠道来购买人民币债。

与此同时，人民币在全球的外汇储备份额稳步提升，到今年一季度末仍创了历史新高，达到 2.88%，在这种情况下，今年国际货币基金组织对 SDR 定值重估时将人民币权重提高 1.36 个百分点，其中外汇交易和外汇储

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_44586

