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”

张明　国家金融与发展实验室副主任

时间：2021 年 12 月 7 日　来源：《金融论坛》2022 年第 11 期

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

微信号：michaelzhang_22_0808

资料来源：笔者自制。

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；

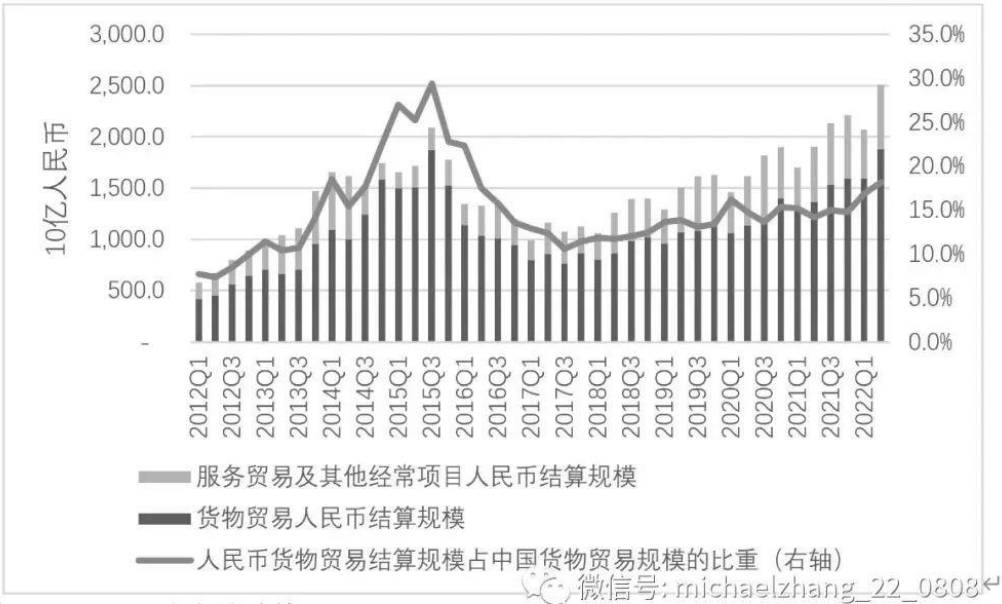
第三部分梳理人民币国际化的策略性转变；第四部分厘清全球新变局给中国经济金融带来的新挑战与新机遇；第五部分提出应对全球新变局的“新新三位一体”策略；第六部分为结论。

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

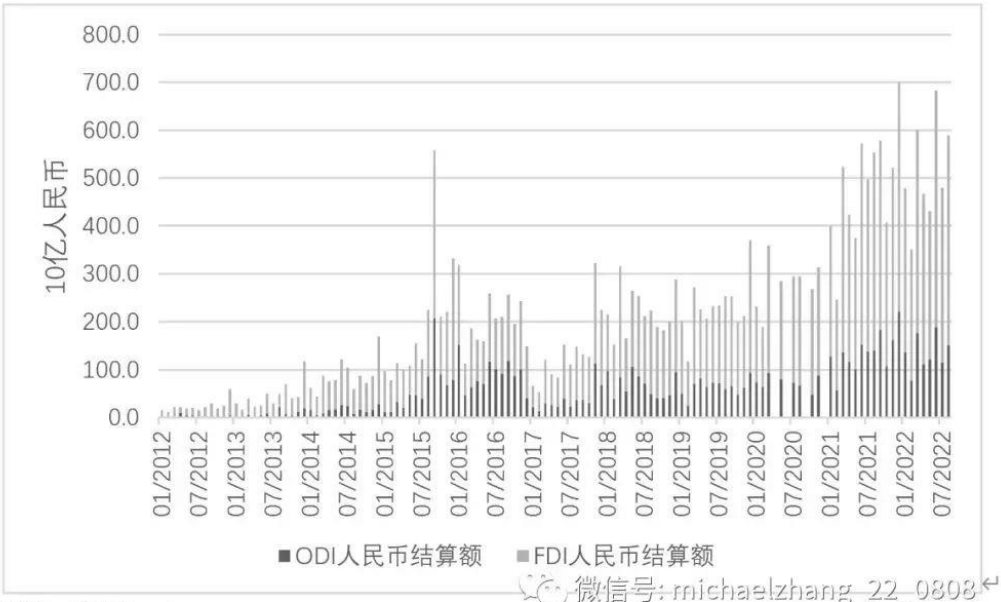


微信号: michaelzhang_22_0808

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

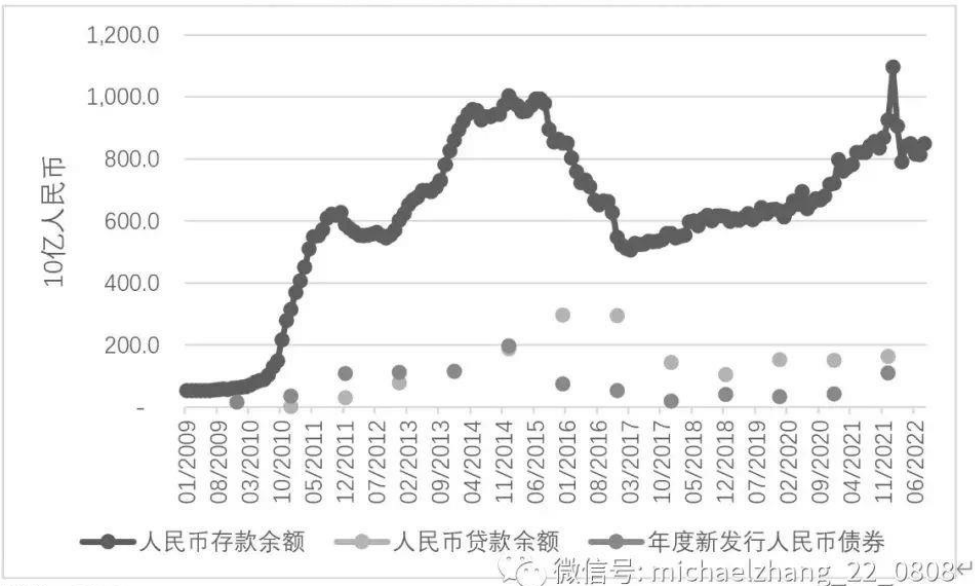


微信号: michaelzhang_22_0808

数据来源：CEIC。

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。当前，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

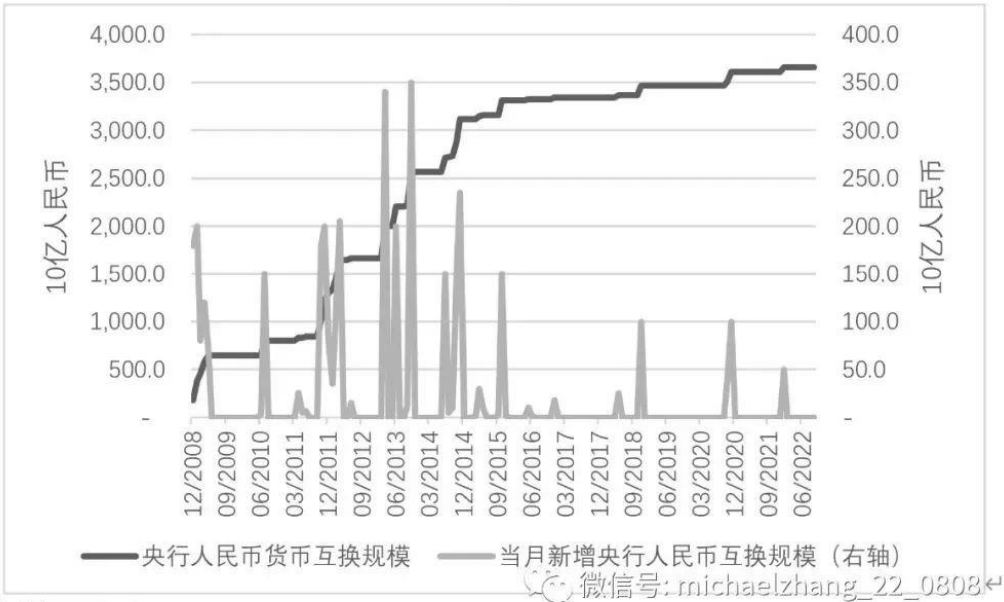


微信号: michaelzhang_22_0808

数据来源：CEIC。

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 2008 年 12 月的 1800 亿人民币一路攀升至 2022 年 9 月的 3.66 万亿人民币（图 5)。不过如图 5 所示，绝大部分新增双边本币互换发生在 2016 年之前。值得注意的是，2022 年 7 月，中国央行与香港金融管理局签署了常备双边本币互换协议，这是中国央行第一次签署常备互换协议。

图 5　双边本币互换的存量规模与新增规模



微信号：michaelzhang_22_0808

数据来源：Wind。

人民币国际化在十余年时间内已经取得了重要进展。具有里程碑意义的事件是 2016 年 10 月 1 日人民币被正式纳入 IMF 特别提款权（SDR）的货币篮。当时 SDR 货币篮中五种货币的权重分别为：美元 41.73%、欧元 30.93%、人民币 10.92%、日元 8.33%、英镑 8.09%。2022 年 5 月，IMF 将 SDR 中人民币的权重由 10.92%上调至 12.28%，这反映出人民币可自由使用的程度进一步提高。

我们可以从国际支付、国际储备与国际债券计价三个维度来梳理人民币国际化取得的成就以及与其他主要国际货币相比仍然存在的差距（表 1）。从表 1 中可以得到以下三个结论：第一，货币国际化启航十余年来，人民币在国际支付与国际储备两个维度取得重要进展，但在国际债券计价维度进展有限。截至 2021 年底，上述三个维度的全球占比分别达到 2.7%、2.8%与 0.6%。第二，在国际支付全球占比的变化中，前文中提到的周期性依然存在：2015 年仍是周期性高

点，2017 年仍是周期性低点，2021 年则创下历史新高。第三，人民币距离其他主要国际货币依然有较大差距。暂且不论美元与欧元，尽管人民币在 SDR 货币篮中的权重高于日元与英镑。但在上述三大国际货币的职能中，人民币的占比迄今依然低于日元与英镑。

表 1　全球主要货币三大职能占比之比较

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
国际支付（交易媒介）									
美元	39.5%	44.6%	43.9%	42.1%	39.9%	41.6%	42.2%	38.7%	40.5%
欧元	33.2%	28.3%	29.4%	31.3%	35.7%	33.0%	31.7%	36.7%	36.7%
英镑	9.1%	7.9%	8.4%	7.2%	7.1%	6.8%	7.0%	6.5%	5.9%
日元	2.6%	2.7%	2.8%	3.4%	3.0%	3.4%	3.5%	3.6%	2.6%
人民币	0.8%	2.2%	2.3%	1.7%	1.6%	2.1%	1.9%	1.9%	2.7%
国际储备（储存手段）									
美元	61.3%	65.2%	65.7%	65.4%	62.7%	61.8%	60.7%	58.9%	58.8%
欧元	24.2%	21.2%	19.1%	19.1%	20.2%	20.7%	20.6%	21.3%	20.6%
英镑	4.0%	3.7%	4.7%	4.3%	4.5%	4.4%	4.6%	4.7%	4.8%
日元	3.8%	3.5%	3.8%	4.0%	4.9%	5.2%	5.9%	6.0%	5.5%
人民币				1.1%	1.2%	1.9%	1.9%	2.3%	2.8%
国际债券未清偿余额计价（计价工具）									
美元	36.1%	40.7%	44.0%	46.9%	45.2%	46.5%	46.7%	36.1%	40.7%
欧元	44.5%	40.7%	38.2%	37.2%	39.0%	38.3%	37.8%	44.5%	40.7%
英镑	9.7%	9.7%	9.5%	8.0%	8.3%	7.9%	8.2%	9.7%	9.6%
日元	2.2%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%	1.8%	2.2%	2.0%
人民币	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%

数据来源：国际支付数据引自 SWIFT，国际储备数据引自 IMF，国际债券未清偿余额数据引自 BIS。

注释：国际支付数据使用的是每年第 12 月的数据，国际储备数据使用的是每年第四季度的数据。

微信号：michaelzhang_22_0808

综上所述，迄今为止人民币国际化已经取得了举世瞩目的成绩，但距离其他主要国际货币仍有着不小的差距。2009 年至今的人民币国际化进程具有典型的周期性。概括而言，2009 年至 2017 年是人民币国际化的第一个周期，其中 2009 年至 2015 年是上升期（涨潮期），2015 年至 2017 年是下降期（退潮期）。从 2018 年起至今，人

民币国际化进入了第二个周期的上升期（涨潮期)。

三、人民币国际化的策略性转变：从旧“三位一体”到新“三位一体”

（一）旧“三位一体”策略

造成人民币国际化进程在 2015 年至 2017 年进入下降期的原因是什么呢？笔者认为，可以从周期性因素与结构性因素两个角度展开分析。

所谓周期性因素，是指在 2015 年至 2017 年期间，发生了一些不利于人民币国际化的短期宏观金融波动，主要包括：第一，从 2014 年起，外汇市场上的人民币升值预期逆转为贬值预期。在 2015 年“811 汇改”之后，人民币兑美元汇率在 2015 年下半年至 2017 年年初期间大幅贬值。而无论是贬值预期还是事实上的贬值，都会削弱境外主体持有人民币资产的意愿；第二，从 2015 年起，中国央行由于国内经济增速走弱而开始降准降息，美联储则因为国内经济增速走强而开启了加息周期，这导致中美利差从 2015 年起不断收窄，这不仅会削弱境外主体持有人民币资产的意愿，而且会弱化境内主体利用中美利差实施跨境套利的动机（张明、何帆，2012)；第三，在 2015 年“811 汇改”之后，为了抑制人民币兑美元汇率的过快贬值，中国央行在 2016 年明显收紧了对短期资本外流的管制（包括人民币计价的资本外流在内)。此举虽然有助于稳定人民币汇率，但也显著抽紧了离岸市场上的人民币资金供给，增加了境外主体获得人民币资金的难度；第四，从 2016 年起，随着经济增速的下降与杠杆率的上升，

中国金融风险开始快速上升并逐渐暴露，这自然会提高境外主体对人民币资产要求的风险溢价，进而导致他们减持人民币资产。

所谓结构性因素，则是指中国央行推动人民币国际化的初始策略在经历了一段顺风顺水期之后，开始面临问题与挑战，从而不得不进行调整。笔者将中国央行从 2009 年至 2017 年推进人民币国际化的一系列举措，概括为**旧“三位一体”策略：一是大力推进在跨境贸易与直接投资中的人民币结算；二是大力推动以香港为代表的离岸人民币金融市场建设；三是中国央行致力于与其他国家与地区的中央银行或货币当局签署双边本币互换**（张明、李曦晨，2019）。

这套旧“三位一体”策略具有如下逻辑：第一，在境外缺乏人民币资金的初始条件下，通过推进跨境贸易与直接投资的人民币结算，尤其是用人民币支付进口和支付对外直接投资资金，可以显著增加境外人民币资金供给；第二，发展离岸人民币金融市场，既可以促进境外人民币资金在离岸市场上进行支付清算和投融资以形成体外循环，又可以通过发行一系列离岸人民币计价金融资产来鼓励境外主体长期持有人民币；第三，如果离岸市场上的人民币需求超出了供给，外国央行可以通过激活与中国央行签署的双边本币互换来获得必要的人民币资金以满足市场需求。上述逻辑无疑是自洽的。因此，在中国经济处于上行期、人民币兑美元面临升值压力、中美利差不断扩大的背景下，这套旧“三位一体”策略造就了第一个人民币国际化周期的上升期。

然而，这套旧“三位一体”策略也存在以下问题：首先，过分重

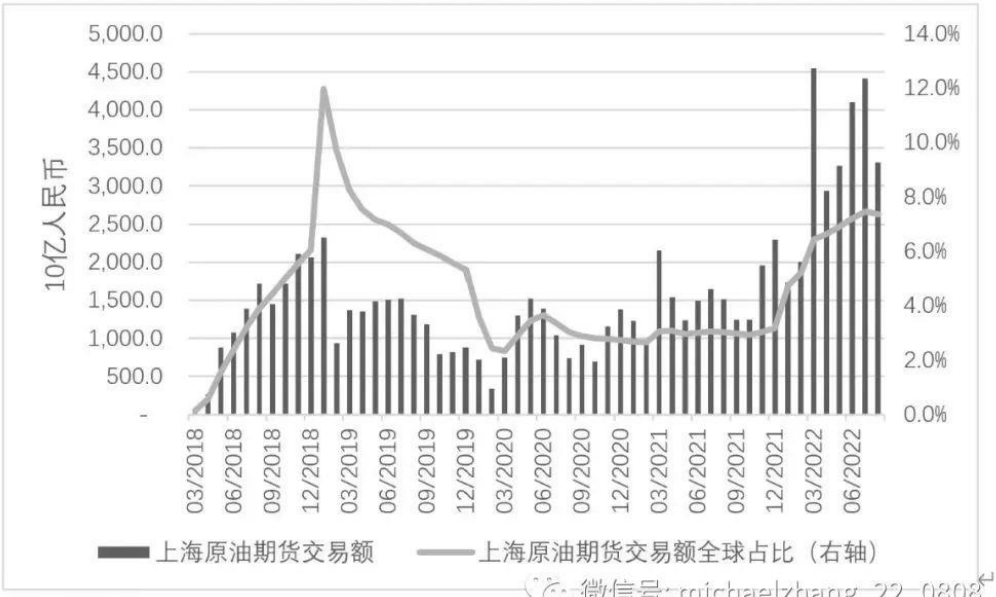
视人民币在跨境贸易与直接投资中的结算功能，而相对忽视了培育人民币的国际计价货币功能。而在货币国际化方面，计价货币的职能远比结算货币的职能重要（Ito，2017）。例如，只有将本币作为计价货币，本国企业才能够真正避免汇率波动风险。其次，过分重视发展离岸人民币金融中心，而相对忽视了培育海外对人民币的真实需求。这造成境外主体并不愿意长期持有人民币资产，而仅仅会因为高利率或升值预期而暂时持有人民币资产。再次，由于中国央行是在人民币利率与汇率形成机制充分市场化之前推动人民币国际化的，这就造成在2009 年至 2015 年期间，跨境套汇与套利交易大行其道，且这些交易会以人民币结算的伪装来进行（Yu，2014）。换言之，在人民币国际化第一个周期的上升期存在着一定的“泡沫”（李曦晨等，2018）。上述第二、三个问题实际上也就决定了，在 2015 年至 2017 年期间，随着人民币升值预期逆转为贬值预期以及中美利差的快速收窄，境外主体持有人民币资产的意愿明显下降，跨境套汇与套利交易的“泡沫”被挤出，从而导致人民币国际化的速度放缓甚至逆转。

（二）新“三位一体”策略

根据笔者的观察，从 2018 年起，中国央行推动人民币国际化的策略发生了显著转变，概括而言，是从旧“三位一体”策略转为新“三位一体”策略。所谓**新“三位一体”策略，是指大力推动原油期货交易的人民币计价、加大国内金融市场向外国投资者的开放力度，以及推进周边国家与“一带一路”沿线国家使用人民币进行计价与结算。**

迄今为止，全球三大原油期货——西德克萨斯轻质原油期货（WTI)、布伦特原油期货（BRENT）与迪拜原油期货（DUBAI）——均以美元计价。2018 年 3 月，采用人民币计价的上海原油期货（INE）正式上市运行。在上市交易后的短短八个月内，INE 的原油期货成交量就超过了 DUBAI，一举成长为全球第三大原油期货交易市场。如图 6 所示，2018 年 3 月至 2022 年 7 月，INE 市场交易额由 580 亿人民币上升至 4.41 万亿人民币，该市场交易额的全球占比也由 0.1%上升至 7.5%。

图 6　上海原油期货交易的规模与全球占比



微信号：michaelzhang_22_0808

数据来源：Wind。

推动原油期货交易以人民币计价，至少具有以下三项重要意义：第一，这对于打破当前全球原油交易市场由美元计价的垄断格局、推动市场多元化发展具有重要意义；第二，考虑到中国已经取代美国成为全球第一大原油进口国，创建上海原油期货交易有助于帮助中国用户降低汇率波动风险，并增强中国市场对国际原油期货交易的定价权；

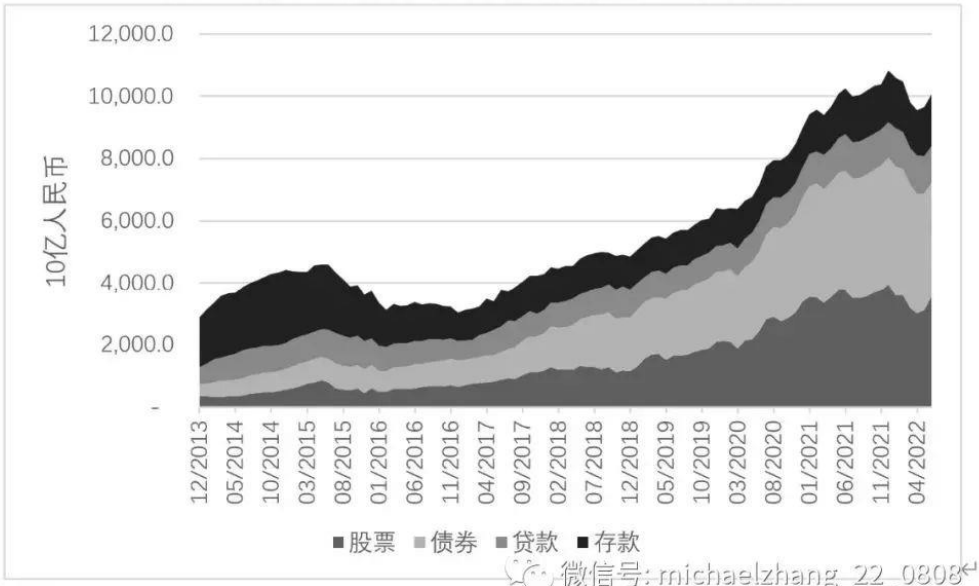
第三，这能够显著增强人民币作为国际货币的计价功能，从更高层次上助推人民币国际化。

2018 年以来，中国国内金融市场针对外国机构投资者的开放速度明显加快，这突出表现在以下方面：第一，在 2014 年沪港通、深港通开通之后，沪股通与深股通的每日额度分别为 130 亿元人民币，港股通的每日额度为 105 亿元人民币。在 2018 年 4 月，中国央行将上述额度均调增至四倍，也即沪股通、深股通的每日额度扩大至 520 亿元人民币，港股通的每日额度扩大至 420 亿元人民币。第二，债券市场的“北向通”与“南向通”分别于 2017 年 7 月与 2021 年 9 月开通。第三，截至 2019 年底，明晟（MSCI）、富时罗素、标普道琼斯、彭博巴克莱等国际主流指数均将我国股票与债券纳入其指数体系，并在稳定提高纳入权重，这意味着境外主体对中国金融市场的投资需求将会相应增加。第四，2019 年 9 月，国家外汇管理局宣布取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）的投资额度限制，同时取消 RQFII 的试点国家和地区限制。这将显著提高境外主体参与境内金融投资的便利性。第五，2020 年 6 月，中国央行与香港金管局、澳门金管局联合发布公告，在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点。

国内金融市场对境外机构投资者的加速开放，极大地激发了境外主体持有人民币金融资产的兴趣。如图 7 所示，境外主体持有人民币金融资产总额一度由 2015 年 5 月的 4.60 万亿人民币下降至 2016 年 12 月的 3.03 万亿人民币，但随后一路攀升至 2021 年 12 月的

10.83 万亿人民币。在境外主体持有的境内人民币各类资产中，债券与股票增长得最快。截至 2021 年底，境外主体持有的境内人民币债券、股票、贷款、存款规模分别为 4.09、3.94、1.14 与 1.66 万亿人民币。

图 7　境外主体持有境内人民币金融资产规模及分布



微信号: michaelzhang_22_0808

数据来源：CEIC。

在 2009 年之前的较长时间内，有关文献大多认为人民币国际化应该从中国周边国家做起。原因在于，这些国家与中国有着更加密切的贸易投资往来，因此更容易培养起对人民币的真实需求和粘性需求。所谓真实需求，是指这种需求更多地基于真实贸易和投资，而非更多地基于金融市场套利。所谓粘性需求，是指这种需求对汇率与利率波动的敏感度较低。然而，从 2009 年起，中国政府更加重视通过发展离岸人民币金融市场，而相对忽视了在中国周边国家推动人民币国际化。随着 2020 年 11 月 RCEP 协议的正式签署，给中国央行在该区域内推动基于真实需求和粘性需求的人民币国际化提供了大好机遇。

Guo 与 Zhou（2021）指出，在 RCEP 区域内，美元的影响力由于受到全球金融危机与新冠疫情的冲击而被削弱，这为人民币与日元竞争成为区域内锚货币创造了机会。由于中国在 RCEP 的区域内产业链中扮演着中枢角色，中国央行应结合 RCEP 区域产业链的发展演进来推动人民币国际化（张明、王喆，2021）。

中国政府在 2013 年秋季提出了“一带一路”倡议。由于中国总体上在“一带一路”沿线扮演着资本输出方的角色，且沿线基础设施建设的很大一部分工作由中国公司来完成，这就为中国政府通过资本账户来推动人民币国际化提供了绝好机会。所谓通过资本账户来推动人民币国际化，是指中国通过对外直接投资或对外贷款来输出人民币，之后再通过经常账户（收到工程款或货款）或资本账户（境外主体购买中国国内人民币金融资产）来实现人民币回流。在这一方面，美国与日本的经验教训值得高度重视。正如殷剑峰（2011）所指出的，日元国际化采取了“贸易结算+离岸中心”的模式，该模式更容易被套利动机主导，无助于培育海外对日元的真实需求。相比之下，美元国际化采取了“资本输出+跨国企业”模式，该模式更有助于培育海外对美元的真实需求，因此更可持续也更加成功。

近年来，中国政府越来越重视在周边国家与“一带一路”沿线国家推动人民币的计价结算，借此来培育上述地区对人民币的真实、粘性需求。相关努力取得的一个重要成就，是人民币在一些国家货币的汇率定价中的影响力显著上升。例如，Ito（2017）的研究指出，亚洲一些新兴市场国家货币与人民币的联动性已经超过了其与美元的

联动性。又如，刘刚与张友泽（2018）发现，人民币已经在“一带一路”沿线的部分国家产生了汇率的“锚效应”，虽然这一效应在整体上依然弱于美元与欧元。再如，丁剑平等（2018）的研究表明，“一带一路”沿线国家按在本币汇率定价中参照人民币程度由高至低排名分别为中亚、独联体、东南亚、中东欧、南亚和西亚北非。此外，高明宇与李婧（2022）的研究认为，中国的国际贸易网络特征对人民币国际化起到了稳健显著的正面推动作用。

综上所述，从 2018 年起，中国央行推进人民币国际化的策略已经由“旧三位一体”（跨境贸易与直接投资的人民币结算、离岸人民币金融市场建设、双边本币互换签署）转变为“新三位一体”（原油期货交易的人民币计价、加快开放国内金融市场、推进周边国家与“一带一路”沿线国家的人民币计价结算）（张明、李曦晨，2019）。这套“新三位一体”策略同样具有自洽的逻辑：其一，通过推动大宗商品交易的人民币计价，再加上中国作为全球最重要大宗商品进口国的地位，一方面有助于增强中国市场的全球大宗商品定价权，另一方面有助于在海外形成较大规模的石油人民币或资源人民币存量；其二，通过推动在中国周边国家（RCEP 成员国）与“一带一路”沿线国家的人民币计价结算，有助于培养海外针对人民币的真实、粘性需求，降低短期宏观金融波动对人民币国际化进程的周期性冲击；其三，通过向海外机构投资者开放国内金融市场，能够为全球投资者提供范围更广、品种更丰富、流动性更强的人民币计价金融产品，从而有助于促进海外人民币的回流，形成人民币跨境流动的闭环；最后，通过上

述安排，能够实现中国既通过经常账户输出与回流人民币，也通过资本账户输出与回流人民币的格局，这有助于缓解通过单一账户持续输出本国货币可能造成的国际收支失衡。

四、全球新变局带来的新挑战与新机遇

自 2016 年英国脱欧、特朗普上台，以及 2018 年美国挑起中美贸易战以来，全球就进入了“百年未有之大变局”（张宇燕，2019）。笔者认为，从 2020 年至 2022 年起，全球进入了“新变局”。全球“新变局”的最大特征，就是新冠疫情与俄乌冲突造成的双重冲击。一方面，截至 2022 年 9 月底，全球新冠疫情感染者超过 6 亿人，疫情导致的死亡人数超过 650 万人。这是自第一次世界大战后期西班牙流感以来的全球最严重疫情，用“百年大疫情”来形容毫不过分。另一方面，2022 年 2 月爆发的俄乌冲突无论爆发还是持续时间均显著超出市场预期，未来何去何从存在重大不确定性。新冠疫情与俄乌冲突的爆发除了会对全球经济增长与金融市场造成显著的短期冲击之外，还将深刻地影响全球政治经济格局。例如，世界经济可能进入新一轮滞胀时期，国际政治也可能新一轮动荡时期。

（一）新挑战

在全球新变局之下，中国的经济增长与金融安全将面临如下新挑战：

挑战之一，是新冠疫情的爆发与持续将会推动全球产业链重构，中国在全球产业链上的重要地位可能因此被削弱。

1980 年代至 2010 年代，全球化迎来了顺风顺水、浩浩汤汤的

四十年。在 2001 年底加入 WTO 之后，中国凭借国内资源禀赋优势以及恰当的发展战略，一举成长为全球的制造工厂，在全球产业链上扮演着重要的中枢角色。2018 年中美贸易战的爆发，就暴露了美国试图削弱中国在全球产业链上地位的企图。然而，在 2020 年新冠疫情爆发后，很多发达国家才真正深刻感受到对全球产业链尤其是对中国制造的依赖程度。因此，这些国家开始努力调整全球产业链，调整的方向是缩短产业链的长度、实现产业链的本地化、区域化与多元化，并追求对产业链的控制力。国际产业链由全球一体化向区域化、多元化的转变，意味着生产全球化与贸易全球化在一定程度上发生逆转，这会对几乎所有国家都产生显著影响。毋庸置疑，作为过去几十年全球化的最大受益国，中国受到的冲击也非常之大，中国企业在全球产业链上的中枢地位可能因此被削弱。

挑战之二，是俄乌冲突爆发之后，美国利用自己作为国际货币体系中心国的地位，对俄罗斯实施了全方位金融制裁。此举不仅深刻挑战了当前国际货币体系的运行逻辑，而且可能对中国金融安全产生明显不利的潜在影响。

美国政府在 1971 年宣布停止黄金与美元的自由兑换后，布雷顿森林体系轰然倒塌，牙买加体系随后形成。牙买加体系的实质是由美元这一国别货币来扮演全球储备货币的角色，因此该体系也被称之为“布雷顿森林体系Ⅱ”（Dooley et al., 2009）。在该体系下，虽然美元不再与黄金挂钩，但由于其他国家对美国有两个根深蒂固的信仰，导致这些国家依然愿意把美元作为储备货币。第一个信仰是，美国的

中央银行（美联储）将会把稳定美元的国内价值（也即避免出现过高的通货膨胀）作为第一要务，实施负责任的货币政策，而此举有助于维持美元汇率稳定。第二个信仰是，美国政府将会始终承担为全球金融体系提供公共产品的职责，其中最重要的职责之一，就是负责提供全球最重要的安全资产——美国国债。在其他国家看来，美国国债只有市场价格波动风险，而绝对不会有违约风险。正因为如此，其他国家才会把大量外汇储备投资于美国国债之上，而这恰恰是牙买加体系得以顺利运转的关键之一。

运行至今已经有四十多年时间的牙买加体系的缺陷日渐凸显。在运行初期，该体系的确较好地维持了国际金融秩序稳定，并促进了经济、贸易与金融全球化。然而随着时间的推移，牙买加体系的三大缺陷逐渐暴露出来：其一，美国主要通过经常账户赤字向全球输出美元。全球经济增长意味着美国需要输出的美元数量不断上升，而这意味着美国经常账户赤字的扩大与对外净负债的攀升。总有一天，当美国对外净负债达到一定的阈值后，外国投资者将会怀疑美国的偿债能力。而一旦外国投资者拒绝继续为美国提供融资，美国的巨额债务将会坍塌，美元汇率将会大幅贬值。这一缺陷也被称之为“广义特里芬两难”（张明，2010）。其二，美联储只会根据国内基本面的变动来调整本国货币政策，而不会顾及货币政策调整对其他国家带来的负面溢出效应。例如，在 2013 年至 2015 年期间，以及 2022 年年初至今，美联储快速的加息缩表对全球金融市场以及新兴市场国家均造成了显著负面冲击。其三，国际金融危机频繁爆发，且大致呈现出十年一次

的特点，例如 1980 年代的拉丁美洲国家债务危机、1990 年代的东南亚金融危机、2008-2010 年的全球金融危机（美国次贷危机与欧洲主权债务危机）、2022 年以来的全球金融市场动荡等。

在俄乌冲突爆发后，美国针对俄罗斯实施的两项金融制裁，很可能会颠覆牙买加体系运作的底层逻辑。第一，美国联合盟国宣布冻结俄罗斯的外汇储备与黄金储备，这实际上意味着美国政府宣布对俄罗斯政府持有的美国国债定向违约。第二，美国敦促 SWIFT 系统将俄罗斯金融机构排除在外，这意味着俄罗斯金融机构被踢出全球最重要的支付清算体系。上述两项制裁措施，显示出美国政府正在把美元的全球储备货币地位“武器化”（Weaponization），而美元的武器化则可能加剧牙买加体系的瓦解甚至坍塌。

一方面，美国国债被认为是全球金融市场上最重要的安全资产，不存在违约风险，这才使得很多国家把大量外汇储备投资于美国国债，由此带来的美元资金回流与美国国内低利率，是牙买加体系得以顺利运作的重要前提。随着美国政府对俄罗斯进行国债定向违约，其他国家在认识到美国国债不再是安全资产之后，很可能显著减持美国国债，增持大宗商品、黄金与其他资产。上述减持行为将会显著削弱美元的全球储备货币地位，甚至推动国际货币体系的变迁，例如由美元扮演储备货币角色的“布雷顿森林体系Ⅱ”演变为美元与大宗商品共同扮演储备货币角色的“布雷顿森林体系Ⅲ”（Zoltan，2022a，2022b）。

另一方面，SWIFT 系统被认为是全球金融市场上最重要的基础设施之一，本质是一种国际公共产品。美国政府从本国利益出发向

SWIFT 系统施压，要求将美国敌对国金融机构排除在外，这意味着美国从一己之利出发损害了“全球之公器”。目前包括欧盟在内的不少国家或集团都在尝试开发新的跨境支付清算系统，而这意味着未来全球金融基础设施可能会碎片化、区域化、集团化。

简言之，美国政府将美元“武器化”的举措将会显著削弱美元的国际货币地位，也会损害当前国际货币体系的稳定性，未来全球金融体系的动荡程度有望显著上升。毋庸置疑，美元的“武器化”也将使中国的金融安全面临严峻挑战。一方面，在中国 3 万多亿美元的外汇储备中，仍有很大一部分投资于包括美国国债在内的美元资产；另一方面，中国金融机构高度依赖 SWIFT 系统进行跨国支付清算。考虑到中美博弈注定长期化持续化，未来不排除美国对中国发起金融制裁的可能性。俄罗斯目前在国际金融领域面临的窘迫局面，对中国而言是一次难得的警醒。

（二）新机遇

“祸兮福所伏”。全球新变局在带来新挑战的同时，也为中国带来了如下新机遇：

第一，新冠疫情爆发后全球产业链的本地化与区域化趋势，意味着未来亚洲产业链将会继续扩展并深化，这给中国巩固自己在亚洲产业链的中枢地位提供了机会；

第二，俄乌冲突爆发后，俄罗斯、伊朗等国的油气资源向欧洲销售的难度加大，这些国家很可能不得不增加对中国的销售规模，这对中国构筑油气资源战略储备而言提供了机遇。更重要的是，这些国家

很可能不再愿意用美元进行计价与结算，这为中国央行扩大人民币的大宗商品计价结算功能提供了契机；

第三，俄乌冲突爆发后，美国与盟国冻结俄罗斯的外汇储备与黄金储备，使得国际投资者开始质疑美国国债作为全球最重要安全资产的角色，未来可能大规模减持美国国债，也可能更加重视并大规模增持人民币金融资产，进而推动中国金融市场提升全球地位；

第四，俄乌冲突爆发后，美国将俄罗斯金融机构踢出 SWIFT 系统的举措，使得很多国家意识到国际支付清算安全面临挑战。很多国家都会寻求 SWIFT 系统的替代者，这为中国推广自己主导的跨境支付清算系统提供了机遇。

五、人民币国际化策略的再扩展：新新“三位一体”策略

全球“新变局”既给中国经济金融带来了新挑战，也提供了新机遇。为应对挑战与把握机遇，笔者认为，中国央行可以对人民币国际化的“新三位一体”策略进行再扩展。扩展后的战略可概括为**“新新三位一体”，也即加速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。**

首先，中国政府应抓住俄乌冲突之后油气资源由西向东转移的机会，加快推动人民币在跨境大宗商品交易中的计价与结算。

近期，俄罗斯、印度和澳大利亚等国家在大宗商品交易中开始采用人民币进行计价和结算。例如，由于近期欧洲国家对俄罗斯天然气采取了限制进口的措施，使得俄罗斯不得不增加对中国的天然气出口。

2022 年 9 月，在第七届东方经济论坛期间，中石油与俄罗斯天然气股份有限公司签署了《中俄东线天然气购销协议》。该协议中包含了未来中国将使用卢布和人民币向俄罗斯采购天然气的条款。据俄通社报道，普京总统表示，两家公司已经决定以卢布和人民币各 50%的比例支付天然气供气费用。又如，2022 年 6 月，印度国内最大的水泥厂 UltraTech Cement 从俄罗斯购买煤炭，双方约定用人民币计价结算。再如，2022 年 7 月，澳大利亚必和必拓公司出口中国的一批铁矿石也约定用人民币计价结算。在大多数情形下，大宗商品计价货币一经确定就具有很强的路径依赖与网络正外部性（Ito and Chinn，2014）。因此，中国政府应抓住俄乌冲突后的新机遇来强化人民币的大宗商品计价结算功能。

其次，中国政府应该抓住俄乌冲突之后全球安全资产匮乏的机会，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。

美国政府冻结俄罗斯外汇储备的做法严重损害了美国金融市场的声誉，尤其是严重削弱了美国国债作为全球安全资产的地位。外国机构投资者在减持美国国债的同时，亟须在全球范围内投资新的安全资产。中国政府应抓住这一机会，加大在国内与国际金融市场上发行高评级人民币计价债券（例如国债、国开债、金融债，以及一些发达省份的地方债等）的力度。这一方面可以帮助解决相关融资问题，另一方面则有助于扩大外国投资者持有人民币计价金融资产的规模。例如，2021 年，中国财政部在香港发行了 200 亿元人民币国债，深圳

市政府和广东省政府分别在香港与澳门发行了 50 亿元与 22 亿元人民币地方债。又如，2021 年，中国央行在香港定期发行人民币央行票据，全年发行了 12 期合计 1200 亿元的央行票据。在当前中国经济增速较为低迷，仍需实施宽松财政货币政策的前提下，中国政府应显著增加上述各类主体的债券发行规模。事实上，当前阶段中国也到了通过加快开放本国金融市场与稳步推进资本账户开放来推进人民币国际化的时候（彭红枫等，2017)。

再次，中国政府应加快跨境人民币支付清算系统 (CIPS) 的建设，尤其应重点针对 RCEP 区域与“一带一路”沿线国家，并将跨境支付清算系统的建设与数字人民币跨境结算试点、多边央行数字货币桥试验有机结合起来。

如前所述，新冠疫情后全球产业链出现了本地化、区域化与多元化的新趋势，亚洲地区的产业链未来有望进一步整合与强化。中国政府应抓住这一趋势，通过各种方式来强化中国企业在亚洲产业链的核心地位，并在此基础上推动跨境人民币计价结算。迄今为止，CIPS 的建设已经取得显著进展。CIPS 官网披露，截至 2022 年 10 月 6 日，共有境内外 1344 家机构通过直接或间接的方式接入 CIPS，其中直接参与的有 76 家，间接参与的有 1265 家。

一方面，中国央行应该努力开展 CIPS 与欧盟 INSTEX 支付系统、俄罗斯 SPFS 支付系统等其他跨境支付清算系统的合作交流。

另一方面，中国央行也应该将 CIPS 建设与数字人民币跨境结算试点有机结合起来。相对于传统货币的支付清算，数字货币的支付清

算具有多中心治理与分布式跨境的特征，有助于打破现行高度中心化跨境支付平台的垄断性（刘东民与宋爽，2020)。戚聿东等（2021）认为，人民币国际化需要坚持“周边化—区域化—国际化”的扩散路径，而数字货币为人民币国际化提供了新型空间载体。Eichengreen等 (2016) 也指出，数字货币关于资金流与数据流合二为一的属性能够降低信息传递成本，提升该货币在支付清算领域的效率与安全性，从而有助于弱化现有国际货币的使用惯性，吸引其他国家选用该数字货币作为储备货币。

此外，中国央行还应积极参与多边央行数字货币桥（m-CBDC Bridge）合作，因为这最终可能产生一个独立于现有 SWIFT 系统之外的基于数字货币的国际支付清算体系。在笔者看来，多边央行数字货币桥最终可能演变为数字货币区（Digital Currency Area，DCA)。根据 Brunnermeier 等（2019）的定义，数字货币区是一种数字网络，这种网络将使用特定数字货币进行交易与支付，通过虚拟空间穿透传统地理、司法与国界的约束，形成超规模、超高速的数字连接网络。由于数字技术具有高固定成本与低边际成本的特征，数字货币区能以接近零的成本为新增用户提供货币服务，通过网络效应强化数字货币的功能。这也决定了未来的货币国际化路径很可能是基于交易媒介的新路径。

六、结论

在中国央行推动人民币国际化之初，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、签署双边本

币互换”为特征的旧“三位一体”策略。在这一策略的带动下，人民币国际化在 2009 年至 2015 年期间取得快速发展，但在 2015 年至 2017 年期间陷入停滞。

从 2018 年起，中国央行转而采取以“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。在这一策略的带动下，人民币国际化在 2017 年至今再度取得快速发展。

在以新冠疫情与俄乌冲突爆发为特征的全球新变局之下，为更好地应对新挑战与把握新机遇，中国央行应对人民币国际化策略进行再度调整，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。新策略并非对旧策略的颠覆，而是在新的外部环境下对旧策略的扩展与改良。

在新新“三位一体”策略的推动下，人民币国际化有望再度取得快速发展，在 2035 年之前超越英镑与日元成长为全球第三大国际货币。当然，作为人民币国际化取得快速进展的重要前提，是中国经济仍需保持较快的经济增速、中国政府能够成功地控制系统性金融风险，以及在风险可控的前提下稳步推进资本账户开放。

（本文作为卷首文章发表于《金融论坛》2022 年第 11 期，转载请务

必注明出处。为方便阅读，本文省去了脚注、参考文献与英文摘要。全文请参见中国知网。）