

世界经济格局动荡调整下人民币国际化的推进策略再调整

张明

[摘要] 自2009年以来,人民币国际化取得了显著进展,同时其进程也表现出鲜明的周期性特征。2009年至2017年,中国央行通过鼓励采用人民币进行跨境贸易结算和直接投资,促进离岸人民币金融市场发展(以香港为代表),以及与其他央行间签署双边本币互换协议三种方式推动人民币国际化,可称之为旧“三位一体”策略。从2018年起,旧“三位一体”转为新“三位一体”,即通过增强国际大宗商品交易中的人民币计价货币功能,向更多外国机构投资者开放国内金融市场,以及培育共建“一带一路”国家与RCEP区域的人民币真实需求等策略推进人民币国际化进程。当前世界经济进入了以滞胀、去全球化、不确定性与地缘冲突加剧、美元资产声誉下降为特点的动荡调整期。在此背景下,中国央行应根据新的发展形势再度调整人民币国际化策略,以新的着力点推动人民币国际化的新发展:第一,在大力推动人民币在大宗商品交易中的计价结算的同时,也应推进中国企业主导的产业链上下游的人民币计价结算;第二,应向外国机构投资者提供更大规模的人民币计价安全资产,同时在人民币利率处于相对较低水平时,推动更多人民币负债型金融产品的国际使用;第三,应大力推动人民币跨境结算清算机制不断完善,并加快数字货币国际结算清算平台建设。

[关键词] 世界经济格局动荡调整;人民币国际化;策略调整

[中图分类号]F831 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1003-4145[2026]02-0049-11

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》指出,“推进人民币国际化,提升资本项目开放水平,建设自主可控的人民币跨境支付体系”^①。在当前形势下,梳理人民币国际化取得的主要进展、分析人民币国际化的推进策略转换、研判世界经济格局最新变化对人民币国际化带来的挑战与机遇,对未来进一步推进人民币国际化具有重要意义。

一、人民币国际化取得的主要进展

自2009年起,中国央行开始推进人民币国际化。在2008年全球金融危机爆发的国际背景下,中国政府基于四个方面的原因推动人民币国际化:一是减少对外贸易与投资中对美元的依赖,从而降低更大规模外汇储备的进一步积累;二是降低对外贸易与投资中的汇率风险与汇兑成本;三是推动人民币的国际地位与中国经济的国际地位更加匹配;四是通过人民币国际化来推动中国金融市场进一步开放,进而倒逼国内结构性改革。^②

2009年至今,人民币国际化在多个维度上取得了重要进展,与此同时也表现出鲜明的周期性。

首先,从跨境货物贸易人民币结算来看(见图1),跨境货物贸易人民币结算规模占中国跨境货物

作者简介:张明,男,经济学博士,中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长、研究员、博士生导师,中国社会科学院-上海市人民政府上海研究院特约研究员。

①《中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议文件汇编》,人民出版社2025年版,第40页。

②黄海洲:《人民币国际化:新的改革开放推进器》,《国际经济评论》2009年第4期。

贸易额的比重在2012年第一季度仅为7.7%，而到了2015年第三季度则提高至29.4%。但2015年第三季度至2017年第三季度，该比重由29.4%回落至10.6%。2017年第三季度至2024年第四季度，该比重由10.6%再度攀升至30.5%。值得一提的是，虽然2024年第四季度跨境货物贸易人民币结算规模占比与2015年第三季度基本持平，但前者的绝对规模达到35100亿元，显著高于后者的18700亿元。

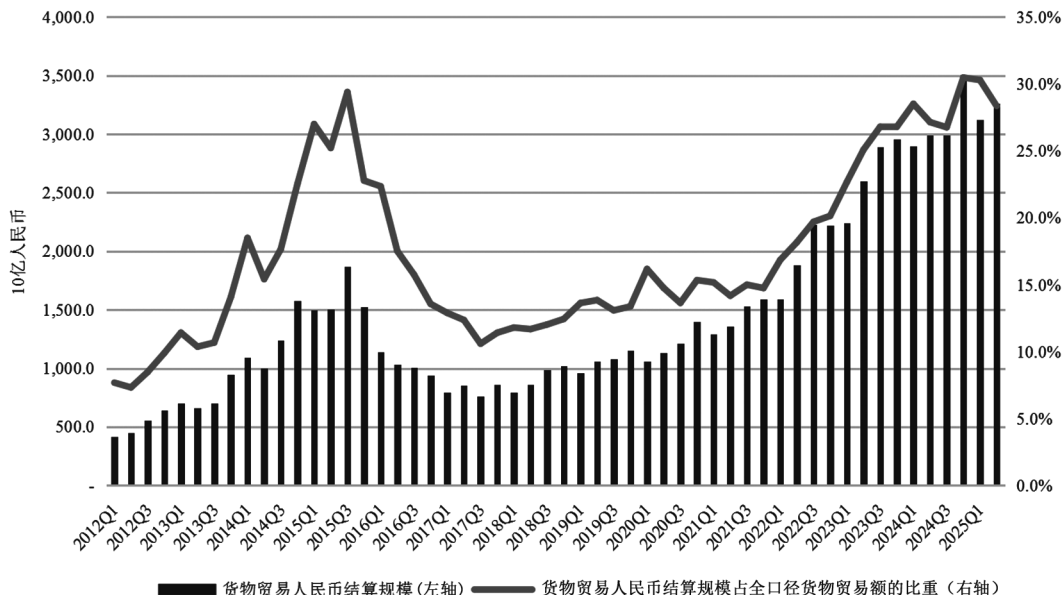


图1 跨境货物贸易人民币结算规模

数据来源:CEIC 与笔者计算。

其次,从香港离岸人民币市场发展状况来看(见图2):其一,香港人民币存款规模在2008年12月为561亿元,2014年12月增加至10036亿元,2017年3月下降至5073亿元,2025年4月又回升至10309亿元;其二,香港人民币贷款规模在2010年底为18亿元,2015年底增加至2974亿元,2018年底又减少至1056亿元,而2024年底又回升至7240亿元;其三,香港以人民币计价的“点心债券”未清偿余额在2010年底为558亿元,2014年底增加至3805亿元,2019年底下降至1686亿元,而2023年底又回升至6824亿元。不难发现,在最近几年内,香港离岸人民币债务产品增长相当明显。

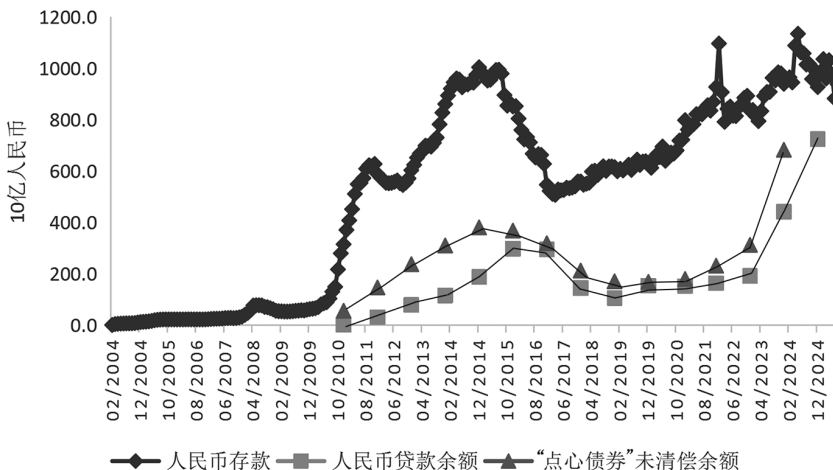


图2 香港离岸人民币市场发展状况

数据来源:CEIC。

再次,从中国央行与其他央行之间签署的双边本币互换协议来看,此类协议的未到期累计资金规模由 2008 年底的 1800 亿元攀升至 2025 年 8 月底的 44837 亿元。

2015 年 12 月,IMF 宣布于 2016 年 10 月 1 日将人民币纳入特别提款权(Special Drawing Rights,简称 SDR)货币篮,人民币成为继美元、欧元、英镑、日元之后的第五种入篮货币,这是人民币国际化的重要里程碑。经过 2022 年的评估,在 SDR 货币篮中,美元、欧元、人民币、日元、英镑的权重分别为 43.38%、29.31%、12.28%、7.59%、7.44%。这意味着人民币在 SDR 中的权重已跃居第三位。

表 1 列示了 SDR 五大货币在国际性货币主要衡量维度上的差异,从中可以得到如下结论:第一,过去 10 余年来人民币国际化在多个方面取得重要进展,且在贸易方面的进展明显快于在金融方面的进展;第二,人民币在各个维度上与美元、欧元相比还有很大差距;第三,人民币在贸易维度上基本上与日元、英镑相差无几,但在金融维度上与日元、英镑相比仍有一定差距。因此,人民币国际化更为现实的目标是,到 2035 年前后,在各个维度上全面超越英镑与日元,使得人民币成为真正意义上的全球第三大国际货币。

表 1 五大国际货币各维度份额比较

比较维度	年份	美元	欧元	人民币	日元	英镑
国际贸易结算 份额(%)	2010	30.2	32.6	0.1	2.2	7.2
	2024	49.1	21.7	3.8	3.5	6.9
国际贸易融资 货币份额(%)	2020	86.5	6.9	2.1	1.6	0.3
	2024	81.9	6.5	6.0	1.4	0.4
国际储备 份额(%)	2010	62.3	25.8	0.0	3.7	3.9
	2024	57.8	19.8	2.2	5.8	4.7
未清偿国际票据 货币份额(%)	2010	31.8	47.0	0.1	3.7	9.9
	2024	47.9	38.1	0.9	1.1	7.8

数据来源:Wind,IMF,BIS。

二、人民币国际化的推进策略调整

人民币国际化进程表现出明显的周期性特征。2009 年至 2017 年,人民币国际化呈现出 2009 年至 2015 年上半年上升和 2015 年下半年至 2017 年下行的一个完整周期性特征。如前所述,衡量人民币国际化程度的各种指标在上升期内显著攀升,而在下行期内经历了显著调整。2018 年至今,人民币国际化进入了第二个周期的上升期。

(一)旧“三位一体”策略

为什么反映人民币国际化进展的多项指标会在 2015 年下半年至 2017 年明显下降呢?从短期经济金融因素来看,主要原因包括:第一,2015 年 8 月 11 日起,人民币汇率形成机制进行了重要改革。此次汇改后,人民币兑美元汇率由升值趋势转为贬值趋势,且在外汇市场上形成了持续的人民币贬值预期。毫无疑问,这会削弱境外非居民持有人民币资产的动机。第二,2015 年,中美货币政策处于反向操作状态,即美联储处于加息周期,而中国央行处于降息周期。货币政策的分化造成中美利差迅速收窄。例如,2014 年底中国与美国 10 年期国债收益率分别为 3.63%与 2.17%,2015 年底二者分别为 2.83%与 2.27%。^①中美利差收窄在一定程度上使境外非居民不愿持有更多人民币资产。第三,2015 年前后,中国国内金融风险有所上升且显性化程度增强,例如一些 P2P 产品开始爆雷,这将提高外国投资者持有人民币金融资产所要求的风险溢价。

除短期经济金融因素外,人民币国际化的周期性也与中国央行推进人民币国际化的既定策略有关。2009 年起,中国央行主要通过推动跨境贸易和直接投资中的人民币结算,发展以香港为代表的

^①相关数据引自 CEIC。

离岸人民币金融市场,以及积极与其他经济体央行签署双边本币互换协议三种方式来推动人民币国际化,笔者将这种组合策略概括为旧“三位一体”策略^①。

旧“三位一体”策略的主要逻辑如下:其一,为满足境外市场的人民币需求,在跨境贸易和直接投资中推进使用人民币结算,有效增加境外市场的人民币供给,缓解人民币国际化初期境外市场缺乏人民币资金的困境;其二,为了鼓励境外主体更大规模、更长时间地持有人民币,通过发展香港等离岸人民币金融市场,提供较大规模、较多类型的离岸人民币金融资产;其三,当境外人民币市场由于特定原因导致人民币供不应求时,该国央行可以通过激活与中国央行之间的双边本币互换,获得额外的人民币在离岸市场进行投放,以满足离岸市场人民币需求。旧“三位一体”策略影响人民币国际化周期性调整的机理主要包括以下三个方面。

首先,旧“三位一体”策略更加注重推进人民币在跨境贸易和直接投资中的使用,单纯考虑人民币的结算功能,而对如何培育人民币的计价功能考虑较少。但事实上,计价功能对货币国际化的重要性要大于结算功能。^②例如,中国企业若想真正降低在跨境贸易中的汇率风险,就必须以人民币作为外贸合同的计价货币。如果外贸合同依然以美元计价,仅以人民币结算,汇率变动的风险将依然由中国外贸企业承担。此外,日元国际化的经验教训表明,计价功能的薄弱是制约日元国际化的重要因素。^③

其次,旧“三位一体”策略侧重于发展离岸人民币金融市场,而未对在中国境外培育针对人民币的真实需求有所布局。离岸市场上的投资者之所以愿意持有人民币资产,无非是考虑到与其他币种资产相比,人民币升值势头强劲或人民币具有更高的利率等,能够给其带来更多的收益。一旦人民币升值预期逆转或者人民币步入降息周期,离岸市场投资者持有人民币资产的意愿将会显著下降。境外对人民币的真实需求,是指特定境外主体由于要与中国进行国际贸易或国际投资合作而自愿持有的人民币及相关资产。基于真实需求而持有人民币的境外主体,对人民币汇率与利率波动的敏感性要明显弱于离岸市场投资者。因此,若能大力培育中国境外对于人民币的真实需求,就能降低人民币国际化对人民币汇率与利率波动的敏感性,减少相关的消极影响。

最后,在人民币国际化的第一个周期内,人民币的利率与汇率形成机制尚未充分市场化,引发了较大规模的跨境套汇与套利行为。随着人民币国际化的推进,形成了在岸市场与离岸市场两个人民币市场,这两个市场之间存在显著的汇差与利差,从而给市场主体提供了套利空间。一方面,在岸市场的人民币利率与汇率水平在较大程度上受到央行政策的影响;另一方面,离岸市场的人民币汇率与利率水平基本上由市场供求决定。2009年至2015年上半年,由于市场上存在人民币兑美元汇率升值预期,香港市场上的人民币兑美元汇率要比内地市场上的人民币兑美元汇率更高,因此如果将内地的人民币转移到香港市场,就可以获得套汇收益。与此同时,由于香港市场的人民币利率在更大程度上受美元利率影响,而当时美元利率显著低于内地人民币利率,造成香港市场的人民币贷款利率显著低于内地人民币贷款利率,因此如果从香港获得人民币贷款并转移到内地来使用,就可以获得套利收益。对于在内地与香港均设有公司的贸易企业而言,以进出口人民币结算为幌子来进行套汇与套利是相当便利的。^④史燕平和胡永强的研究发现,企业通过开立跨境人民币信用证等境外融资方式,利用

①张明、李曦晨:《人民币国际化的策略转变:从旧“三位一体”到新“三位一体”》,《国际经济评论》2019年第5期。

②Takatoshi Ito, “A New Financial Order in Asia: Will a RMB Bloc Emerge?” in *NBER Working Paper*, No. 22755, 2016.

③Hiroyuki Ito and Menzie Chinn, “The Rise of the ‘Redback’ and the People’s Republic of China’s Capital Account Liberalization: An Empirical Analysis of the Determinants of Invoicing Currencies,” in *ADB Working Paper*, No. 473, 2014.

④张斌、徐奇渊:《汇率与资本项目管制下的人民币国际化》,《国际经济评论》2012年第4期;张明、何帆:《人民币国际化进程中岸离岸套利现象研究》,《国际金融研究》2012年第10期;肖崎、阮健浓:《香港人民币离岸市场发展中的套利套汇问题研究》,《亚太经济》2013年第5期。

影子银行套取境内外汇率差、利率差获利,这一行为明显促进了进口贸易跨境人民币结算的发展。^①王庆龙和刘力臻的实证研究指出,跨境贸易人民币结算具有一定程度的投机属性,其突出表现在于跨境贸易人民币结算收付比长期受套汇行为的影响。^②换言之,2009年至2015年上半年,在蓬勃发展的跨境贸易人民币结算中,有一部分其实是没有真实贸易背景的跨境套汇与套利活动。从2015年下半年起,随着人民币兑美元汇率由升值转为贬值,以及中美利差显著收窄,市场主体进行跨境套汇与套利的动机明显削弱,这自然也会导致跨境贸易人民币结算规模的下降。

(二)新“三位一体”策略

从2018年起,人民币国际化步入了新的周期,中国央行以新的策略组合从新的侧重点入手布局推进人民币国际化进程,笔者将其称为新“三位一体”策略。新“三位一体”策略在总结旧“三位一体”策略经验与不足的基础上进行了战略迭代,主要从三个方面展开:一是推动人民币在国际大宗商品交易中更多作为计价货币使用;二是向外国机构投资者进一步开放国内金融市场;三是着力在中国境外培育人民币的真实需求,重点在共建“一带一路”国家和RCEP区域布局。^③

首先,在拓展人民币的大宗商品计价货币功能方面,标志性的举措是2018年3月上海原油期货市场(INE)的建立。在交易标的、交易油品与交易时间方面,上海原油期货市场均表现出与布伦特原油期货市场(BRENT)以及西得克萨斯中质原油期货市场(WTI)的差异性与互补性。而在计价货币使用方面,上海原油期货市场以人民币计价,显著区别于其他原油期货市场以美元计价的做。此外,上海原油期货市场作为第一个对境外投资者直接开放的期货市场,发展迅速,在上市交易后的短短8个月内,成交量就超过了迪拜原油期货市场(DUBAI),位列全球第三。自建立起至2025年8月,上海原油期货市场的交易额平均占到全球原油期货交易额的5%。

其次,从2018年起,中国国内金融市场对外国机构投资者的开放力度进一步加大。一方面,在国内金融市场中,外国机构投资者通过各种“管道”进行投资的额度明显提升。例如,中国政府在2018年将沪港通与深港通的每日额度扩大四倍;又如,于2019年取消了QFII与RQFII的投资额度限制。另一方面,从2018年起,中国A股指数与债券指数陆续被纳入全球最重要的金融价格指数(例如MSCI股票指数、彭博全球综合债券指数、富时世界国债指数等),这带来了更大规模的外国机构投资者的增量资金配置。2008年至2021年,境外投资者持有的中国境内人民币金融资产规模由4万亿人民币上升至10万亿人民币左右。不过遗憾的是,随着2020年疫情的发生以及中美博弈的深化,2021年至2025年,境外投资者持有的中国境内人民币金融资产规模没有继续上升,而是在10万亿人民币上下持续盘整。

最后,从2018年起,中国政府更加重视在中国周边地区,尤其是共建“一带一路”国家与RCEP区域国家培养针对人民币的真实需求,即通过提高对外贸易与对外直接投资中的人民币计价结算比重,扩大境外非居民对人民币及其相关资产的需求,从而降低汇率波动与利率变动对人民币国际化进程的冲击。例如,中国向共建“一带一路”国家提供更多资金与资本,创新了使用资本账户输出人民币的方式,有力推动了人民币国际化。^④中国企业在进行对外直接投资与国外产业园建设时,可以直接用人民币计价结算。东道国获得的人民币资金既可以用来从中国购买商品与服务,也可以投资于在岸与离岸人民币金融资产。Landry和Tang指出,美国的民族主义和贸易保护主义政策会对美元的

①史燕平、胡永强:《企业利用影子银行套利对进口跨境人民币结算的影响》,《财经科学》2014年第5期。

②王庆龙、刘力臻:《跨境贸易人民币结算中的套汇套利机制及其时变特征——基于中国香港离岸市场的研究》,《国际金融研究》2019年第1期。

③张明、李曦晨:《人民币国际化的策略转变:从旧“三位一体”到新“三位一体”》,《国际经济评论》2019年第5期。

④殷剑峰:《人民币国际化:“贸易结算+离岸市场”,还是“资本输出+跨国企业”?——以日元国际化的教训为例》,《国际经济评论》2011年第4期。

主导货币地位造成负面冲击,而“一带一路”倡议下的人民币的可得性和吸引力增强,二者综合作用可能会导致国际货币体系发生变革,使得持有美元的意愿下降而持有人民币的意愿上升。^①

人民币在其他国家决定本币汇率水平的 SDR 货币篮中权重的上升,意味着这些国家对人民币的真实需求提高。表 2 是本文估算的 2018 年至 2023 年各国(地区)汇率定价的实际锚指数^②,从中可以得到如下结论:第一,在全球总样本中,人民币的权重(8.31%)仍低于日元与英镑;但在共建“一带一路”国家中,人民币的权重(25.41%)仅低于美元而位列第二;在 RCEP 区域内,人民币的权重(10.52%)仅低于美元与日元而位列第三。第二,人民币在新兴市场与发展中经济体汇率定价中的锚指数权重重要显著高于在发达经济体的权重。第三,人民币在东南亚国家、南亚国家、拉丁美洲国家汇率定价中的锚指数权重均高于 20%,说明人民币在这些区域的影响力显著提升。

表 2 人民币锚指数区域分布:2018—2023 年均值 (单位:%)

组别		美元	欧元	人民币	日元	英镑
总样本		49.08	24.20	8.31	9.32	9.09
共建“一带一路”国家		51.04	12.86	25.41	4.27	6.42
RCEP		47.88	7.67	10.52	24.08	9.86
汇率制度	非自由浮动汇率制度	54.24	12.98	15.13	7.83	9.82
	自由浮动汇率制度	45.10	32.90	3.02	10.49	8.49
经济发展水平	新兴市场和发展中经济体	55.01	12.80	13.61	7.95	10.63
	发达经济体	45.22	31.67	4.84	10.24	8.03
地理分区	东南亚	44.68	6.16	37.84	4.30	7.01
	南亚	57.68	4.54	32.95	2.43	2.39
	拉丁美洲	21.43	32.15	22.69	11.09	12.64
	中亚东欧	30.88	34.83	17.33	5.65	11.32
	撒哈拉以南非洲	42.36	24.57	14.01	6.28	12.78
	西亚北非	73.39	6.74	10.19	4.98	4.70
	东亚	52.20	5.46	5.42	27.31	9.61
	美洲	94.47	1.74	1.76	0.82	1.21
	西欧	0.92	78.97	1.00	0.99	18.13

数据来源:作者计算。

中国政府推进人民币国际化的新“三位一体”策略具有自洽的逻辑:首先,发展大宗商品交易中人民币的计价货币功能,有利于充分发挥中国作为全球最大进口国的市场优势,增强中国的国际大宗商品定价权,并进一步大规模增加中国境外的资源人民币存量;其次,中国国内金融市场进一步加大对外国机构投资者的开放力度,有助于向境外非居民提供更大规模的人民币金融产品,且这种产品更具流动性、更加多样化、具有更高回报率,有利于带动境外资源人民币的回流;最后,境外主体对人民币真实需求的强化,既有助于推动非居民使用人民币,也有利于降低汇率波动与利率变化对人民币国际化进程的周期性冲击。

三、世界经济动荡调整格局的主要特征

自新冠疫情与俄乌冲突爆发以来,世界经济进入了动荡调整格局。从经济层面来看,这一格局具有如下主要特征:

第一,全球经济由长期性停滞格局转变为滞胀格局。

2008 年全球金融危机爆发后,全球经济由大稳健格局转变为长期性停滞格局。长期性停滞格局

^①David Landry and Heiwai Tang, “Rise of the Redback: Internationalizing the Chinese Renminbi,” in *The Diplomat*, September 16, 2017.

^②张明、张冲:《从货币锚演化看人民币国际化进展》,《当代金融家》2024 年第 7 期。

的特点是“三低一高”,即低增长、低通胀、低利率与高政府债务。从低增长来看,全球 GDP 增速由 2000 年至 2008 年的年均 4.2% 下降至 2009 年至 2019 年的年均 3.3%。从低通胀来看,全球 CPI 增速由 2000 年至 2008 年的年均 4.9% 下降至 2009 年至 2019 年的年均 3.5%。^①从低利率来看,包括美欧日央行在内的发达国家央行均将政策性利率降低至零利率附近,并通过实施大规模量化宽松政策来压低长期利率。从高债务来看,很多国家实施的扩张性财政政策都显著推高了政府债务。例如,美国联邦政府债务占名义 GDP 比率由 2007 年的 63.8% 上升至 2019 年的 107.7%。^②

2020 年新冠疫情、2022 年俄乌冲突相继爆发后,全球经济由长期性停滞格局转变为滞胀格局。滞胀格局的特点是“三高一低”,即低增长、高通胀、高利率与高政府债务。其一,低增长的格局依然延续。2023 年至 2025 年全球 GDP 增速年均均为 3.4%。其二,与长期性停滞时期相比,通货膨胀率明显上升。2023 年至 2025 年全球 CPI 增速年均均为 5.6%。^③其三,通货膨胀率的上升使得发达国家央行不得不开启加息周期。例如,在经过 2022 年 3 月至 2023 年 7 月连续 11 次加息后,美国联邦基金利率由最低的 0%—0.25% 上升至 5.25%—5.5%,10 年期美国国债收益率则由最低的 0.5% 左右一度攀升至最高的 5.0% 上下。其四,由于新冠疫情期间各主要发达国家再度实施了扩张性财政政策,导致发达国家政府债务占名义 GDP 的比率继续攀升。例如,美国联邦政府债务占名义 GDP 比率由 2019 年的 107.7% 上升至 2024 年的 123.6%。^④

与长期性停滞格局相比,滞胀格局的稳定性更差。例如,在低利率的环境下政府高债务或许是能够维持的,但随着利率水平不断上升,政府高债务就可能变得越来越难以为继。例如,美国财政赤字与政府债务的可持续性就引发了越来越多国际投资者的担忧。

第二,受发达国家国内政局变化与大国博弈影响,经济全球化速度明显放缓,甚至出现了“去全球化”现象。

本轮“去全球化”现象始于 2016 年。2016 年上半年,英国举行的全民公投做出了退出欧盟的决定。2016 年底,以民粹主义、保护主义与孤立主义为标签的特朗普在美国总统大选中获胜上台。2018 年,中美贸易战爆发并延续至今。2020 年至 2022 年的三年疫情加剧了全球产业链供应链的碎片化。

“去全球化”的表现之一是全球贸易增速的下降。如图 3 所示,2000 年至 2011 年,全球贸易增速(年均 5.9%)明显高于全球 GDP 增速(年均 3.9%)。2012 年至 2018 年,全球贸易增速(年均 3.6%)基本上等于全球 GDP 增速(年均 3.5%)。而 2019 年至 2024 年,全球贸易增速(年均 2.3%)明显低于全球 GDP 增速(年均 2.9%)。全球贸易增速下降的根源之一在于国际贸易保护主义的系统性抬头。例如,根据 WTO 发布的《二十国集团贸易措施第 32 次监测报告》,在 2024 年 10 月至 2025 年 10 月这一时间段,二十国集团出台了 184 项贸易便利化措施(覆盖贸易额 2.05 万亿美元),出台了 185 项贸易限制性措施或可能限制性措施(覆盖贸易额 2.9 万亿美元),这是自 2009 年贸易监测机制建立以来,贸易限制性措施覆盖贸易额首次超过贸易便利化措施覆盖贸易额。^⑤

“去全球化”的表现之二是全球外商直接投资(FDI)流量的下降。来自 OECD 的数据显示,全球外商直接投资流量由 2005 年的 9964 亿美元逐渐上升至 2015 年的 26039 亿美元(历史性峰值),到 2024 年下降至 12480 亿美元。^⑥

“去全球化”的表现之三是全球价值链、供应链不确定性加剧。2026 年 1 月,世界经济论坛发布

①相关数据为本文根据 CEIC 数据库相关数据计算得出。

②相关数据引自 CEIC。

③相关数据为本文根据 CEIC 数据库相关数据计算得出。

④相关数据引自 CEIC。

⑤相关数据引自 CEIC。

⑥相关数据引自 CEIC。

的《2026 年全球价值链展望》报告指出,全球价值链、供应链正从过去的稳定整合转向长期波动、碎片化和约束状态,具体表现为以下五个方面:一是碎片化加剧;二是长期化波动;三是地缘政治主导;四是不对称性加剧;五是信任成本上升。随着全球价值链进入结构性不确定性时代,为保持竞争力,企业与政府必须从“效率与控制”转为“敏捷与协同”。

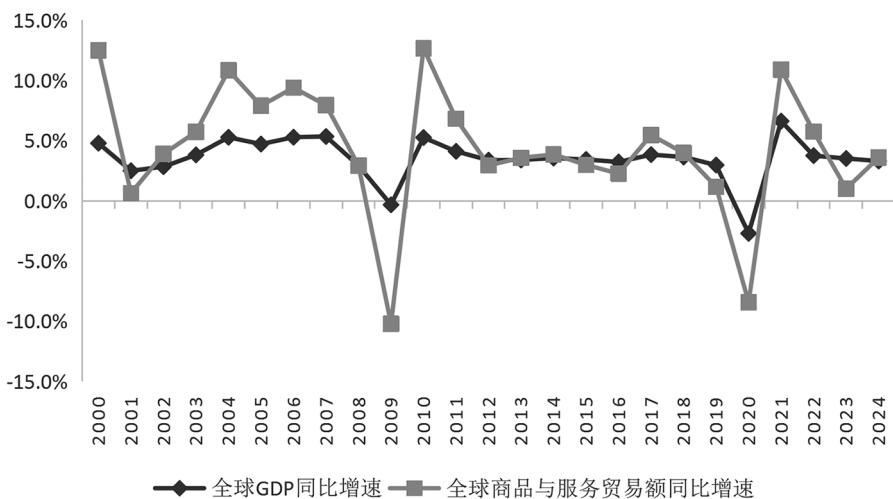


图 3 全球 GDP 增速与全球贸易额增速比较

数据来源:CEIC。

第三,全球经济政策不确定性与地缘政治冲突烈度显著上升(见图 4)。

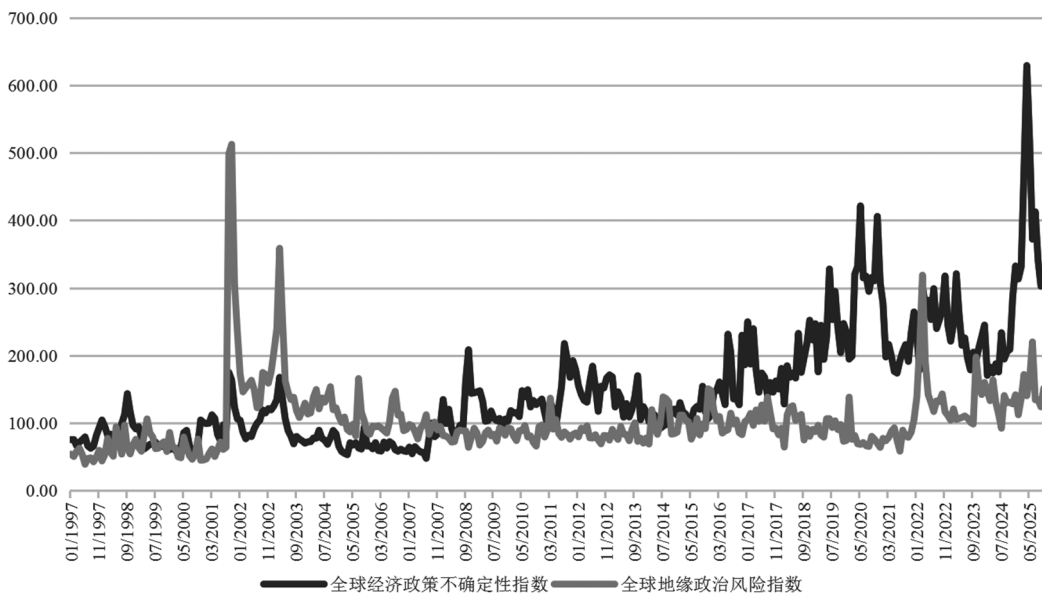


图 4 全球经济政策不确定性指数与地缘政治冲突指数

数据来源:CEIC。

一方面,近年来,全球经济政策不确定性明显上升。特朗普二度上台后提出的“对等关税”政策及其后来的反复调整就是明证。另一方面,全球热点地区的地缘政治冲突近年来易发频发,例如俄乌冲突、巴以冲突、印巴冲突等。经济与地缘政治不确定性显著上升可通过多种渠道影响全球经济与金融市场。例如,不确定性可以通过影响大宗商品价格走势而冲击经济增长,也可以通过影响投资者情绪而作用于资产价格。近年来全球黄金价格不断创出历史新高,主要原因之一就是全球经济与地缘政治风险上升加剧了国际投资者的避险情绪。

第四,美国政府采取的一系列政策损害了美国国债的安全资产声誉,由此引发的资产多元化配置可能导致美元汇率在中期内步入下行周期。

俄乌冲突爆发后,拜登政府联合盟国对俄罗斯进行了大规模金融制裁,一是冻结了俄罗斯的部分外汇储备,即宣布美国国债对俄罗斯主权投资者定向违约;二是将俄罗斯金融机构排除在 SWIFT 体系之外。特朗普在 2025 年重新上台后,多次向美联储施压,要求其通过降息来提振实体经济,这显著削弱了美联储货币政策的独立性,而后者恰恰是当前国际货币体系的“货币锚”。换言之,无论是美国国债的定向违约,还是美联储货币政策独立性的下降,都会削弱美国国债的全球安全资产声誉。而一旦国际投资者因此大规模减持美元资产、增配其他币种资产,甚至出现美元资产被大规模抛售,就会导致美元汇率在中期内步入下行周期。

四、世界经济格局动荡调整下人民币国际化的推进策略再调整

考虑到世界经济格局动荡调整的一系列结构性变化,本文认为,中国政府应对推进人民币国际化的新“三位一体”策略再做一些重要调整。需要指出的是,这种调整并非对新“三位一体”策略的完全颠覆与迭代,而是对其进行的扩展与升级。^①

第一,中国政府应继续大力推动大宗商品交易使用人民币计价结算,同时应推进中国企业主导的产业链上下游的人民币计价结算。

中国政府应继续努力推动原油、天然气、铁矿石、有色金属等国际大宗商品交易的人民币计价结算。随着俄乌冲突发生后美西方国家对俄罗斯油气资源的禁用,俄罗斯的油气资源更多寻求向中国销售。中国政府应抓住这一时间窗口,大力推动中俄油气资源交易的本币计价结算。^②此外,中国应该充分发挥其全球最大进口市场的优势,推动铁矿石^③、有色金属^④等大宗商品交易使用人民币计价结算。考虑到中国国内钢铁企业、新能源企业竞争激烈,市场集中度不高,在与境外大宗商品出口商进行价格谈判时,中国相关行业的企业不应各自为战,而应在行业商会的组织下,作为一个整体与境外大宗商品出口商进行谈判,要求更高比例交易以人民币计价结算,以此降低汇率风险,并寻求更加合理的进口价格。

中国政府还应大力推动中国企业主导产业链的全链人民币计价结算。从微观层面来看,产品特征(例如产品差异化程度、需求价格弹性等)、企业议价能力与市场份额等因素均是从事国际贸易的企业选择计价货币的考量因素,上述因素在很大程度上与全球产业链的格局密切相关。^⑤中国企业目前在全球很多制造业产业链上占据主导地位。同一条产业链上不同国家的企业更倾向于采用同一种货币计价结算,以消除彼此之间交易面临的额外汇率风险。

国际经验表明,有些产业链的计价货币更多由上游行业(原材料供应商)主导,有些产业链的计价货币则更多由最终市场主导。决定计价货币是由上游行业主导还是由最终市场主导的关键因素,在于行业集中度高低、替代选择多寡与制度惯性。例如,如果上游企业集中度高而下游企业集中度低、上游企业资源的替代选择少以及传统上习惯了以上游企业所在国货币计价结算,那么计价货币就

①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”》,《金融论坛》2022年第11期。

②有关数据显示,2024年中俄石油贸易超过90%的金额已经使用本币(人民币或卢布)进行结算。2025年10月9日,俄罗斯向印度多家国有炼油企业发出通知,要求印度企业从俄罗斯购买原油,必须使用人民币进行结算。人民币被中国之外的两个国家用来计价结算,这是人民币国际化取得的重要进展。

③2025年10月,澳大利亚铁矿石巨头必和必拓宣布将30%的铁矿石交易改用人民币计价结算。同月,巴西铁矿石巨头淡水河谷公司宣布启动人民币跨境支付专线。这些最新案例标志着人民币在全球大宗商品交易方面的计价结算功能得到了重要拓展。

④2024年,广州期货交易所上市了铂、钯期货与期权,为相关产业链提供了风险管理工具。未来,南非、俄罗斯等主要供应国的铂族金属产品有望直接通过人民币计价交割,这将进一步拓展人民币在贵金属领域的应用。

⑤钱宗鑫:《全球产业链发展与人民币国际化》,《当代金融家》2024年第7期。

更可能由上游行业主导。与之相反,如果下游企业集中度高(或下游企业联合起来进行谈判)、最终市场提供者的地位难以替代、传统上习惯了以下游企业所在国货币计价结算,那么计价货币就更可能由下游行业主导。

考虑到中国制造业企业更多在全球产业链中下游占据优势地位,且中国市场作为最终市场提供者的角色也日益凸显,因此,中国政府应推动在特定产业链上占据主导地位的中国企业沿着整条产业链来推进人民币的计价结算:一是特定产业链上的中国企业应该联合起来推动产业链上中下游企业使用人民币进行计价结算,尤其是可以从国内市场最终销售占比较高的产业链做起;^①二是将供应链金融作为推动全产业链使用人民币计价结算的重要工具,作为产业链链主的中国企业应与金融机构合作,向全链企业提供人民币供应链金融产品,以此来间接推动全产业链的人民币计价结算;三是在全球产业链供应链日益碎片化的趋势下,优先推动共建“一带一路”国家、RCEP 区域内产业链的人民币计价结算。^②

第二,中国政府应向外国机构投资者提供更大规模的人民币计价安全资产,同时在人民币利率处于相对较低水平时,推动人民币负债型金融产品的国际使用。

如前所述,拜登政府对俄罗斯的金融制裁以及特朗普政府的若干做法,正在削弱美国国债的全球安全资产地位,国际投资者拥有寻找替代性安全资产的强烈动机。在此背景下,中国政府应该扩大在岸市场与离岸市场人民币国债、人民币机构债(尤其是中国政策性开发银行债券)、人民币地方政府债(尤其是北京、上海、广东等高信用等级地方政府债)的发行规模。^③对国际投资者而言,虽然短期内中国长期利率水平低于美国,但考虑到美元指数在中期内可能显著下行、人民币兑美元汇率可能显著升值,国际投资者对人民币安全资产的投资需求还是相当旺盛的。此外,加大人民币安全资产的供给力度,也有助于强化人民币作为国际储备货币的地位。

当人民币利率处于相对高位时,国际投资者更愿意持有人民币资产;当人民币利率处于相对低位时,国际投资者持有人民币资产的动力有所减弱,但非居民以人民币举债的动机却因此而变得更加强烈。如前所述,自 2021 年以来,香港市场上的人民币贷款规模与未清偿“点心债券”规模出现了快速增长。中国政府可以进一步放松非居民到中国内地发行人民币计价熊猫债券的限制。换言之,在中国长期利率显著低于美国长期利率的背景下,推动人民币作为负债货币的国际使用可谓顺势而为,具有广阔的发展前景。

第三,中国政府应大力完善人民币跨境结算清算机制,同时加快数字货币国际结算清算平台建设。

2015 年 10 月,人民币跨境银行间支付系统(Cross-border Interbank Payment System, CIPS)正式启动,迄今为止已经取得长足发展。截至 2025 年 5 月底,CIPS 系统已经有 174 家直接参与者与 1509 家间接参与者,业务覆盖全球 187 个国家和地区的 4900 余家法人银行机构。截至 2024 年底,CIPS 已累计处理各类人民币支付业务金额约 600 万亿元。但是,与 SWIFT 比较,CIPS 的覆盖面依然有限,尤其是境外直接参与行数量较少。因此,CIPS 未来的发展重点是扩展国际化网络与提升全球影响力,相关举措包括:吸引更多国际性银行加入,尤其是作为直接参与者加入;借助区块链等现代技术提高

^①2025 年 9 月 28 日,北京铁矿石交易中心宣布推出以人民币计价的“铁矿石港口现货价格指数”(以下简称“北铁指数”),旨在为中国乃至全球铁矿石市场提供更加及时、准确、透明的现货价格参考基准,服务产业链上下游企业的决策与风险管理。该中心本次聚焦中国主要港口、主流中品位铁矿石的港口现货交易价格,发布青岛和曹妃甸 61%品位铁矿石人民币价格指数。北铁指数专注于港口现货市场,数据源充足,可以体现真实的供求关系和终端价格,能够有效提升中国钢厂在价格形成中的参与度和影响力。

^②徐奇渊:《产业链重构背景下人民币国际化的机遇与挑战》,《中国外汇》2024 年第 5 期。

^③在当前形势下,增加人民币国债的发行规模,至少有以下五大好处:一是为扩张性财政政策募集资金;二是向金融市场提供更多的安全资产与抵押品;三是帮助央行实现货币发行机制转型(央行通过在二级市场买卖国债来吞吐基础货币);四是形成更具弹性的国债收益率曲线,进而完善货币政策传导机制;五是促进人民币国际化。

系统的安全性、效率与透明度;深化与共建“一带一路”国家、RCEP 区域国家等的金融合作。

mBridge 项目是由国际清算银行(香港)创新中心、泰国中央银行、阿联酋中央银行、中国人民银行数字货币研究所和香港金融管理局于 2021 年 2 月联合发起的跨境支付基础设施。该项目通过整合各国央行数字货币实现点对点实时交易,使得跨境支付结算时间从传统模式的 3—5 天缩短至 6—9 秒,成本降低 50% 以上。mBridge 项目通过多国央行利用央行数字货币搭建了可信互通的桥梁,形成独立于 CHIPS 与 SWIFT 的跨境支付网络,能够实现更快速、更安全和成本更低的跨境支付和结算。该项目具有广阔的拓展空间与使用场景,并有望成为由新兴市场与发展中国家主导的创新性跨境支付清算工具。中国政府一方面应推动 mBridge 项目得到常态化使用以及使其纳入更多的成员国(地区),另一方面应尽快将中国数字人民币(e-CNY)的替代范围由 M0 扩展至 M1,这样能够显著拓展数字人民币的使用场景,使其成为推动人民币国际化的新型力量。

Readjustment in the Forwarding Strategy of RMB Internationalization Amid Turbulent Shifts in the Global Economic Landscape

Zhang Ming

Abstract: Since 2009, the RMB internationalization has made significant progress, while also exhibiting distinct cyclical characteristics. From 2009 to 2017, the People's Bank of China (PBC) promoted RMB internationalization through three approaches: encouraging its use for cross-border trade settlements and direct investments; developing offshore RMB financial markets (Hong Kong being a prime example); and signing bilateral currency swap agreements with other central banks. This approach is referred to as the old “three-pronged” strategy. From 2018 onwards, the old “three-pronged” strategy evolved into the new “three-pronged” strategy. This new approach involves strategies such as enhancing the RMB's role as a pricing currency in international commodity trading, opening up domestic financial markets to more foreign institutional investors, and fostering genuine demand for the RMB among countries participating in the Belt and Road Initiative (BRI) and the RCEP region. The global economy has now entered a turbulent adjustment phase characterized by stagflation, deglobalization, heightened uncertainty, geopolitical conflicts, and a decline in the reputation of USD-denominated assets. Against this backdrop, the PBC should adjust its RMB internationalization strategy in light of the new landscape of developments, and drive new progress in RMB internationalization by focusing on new areas. First, while promoting the use of the RMB for pricing currency in international commodity trading, efforts should also be made to advance RMB-denominated pricing and settlement across the entire industrial chain led by Chinese enterprises. Second, a larger supply of safe RMB-denominated assets should be provided to foreign institutional investors, while the international use of RMB-denominated liability-based financial products should be promoted when RMB interest rates are relatively low. Third, cross-border RMB settlement and clearing mechanisms should be continuously improved, and an international settlement and clearing platform for digital currency should be accelerated.

Key words: turbulent shifts in the global economic landscape; RMB internationalization; strategic adjustment

(责任编辑:曹守新)