

# 人民币国际化是防范金融风险的一项制度保障 ——从人民币国际化的由来谈起

涂永红

**【摘要】** 人民币国际化是国际金融危机的产物，是我国一项重大的金融改革和制度创新。我们应该抓住时机，顺势而为，有序推进，充分发挥人民币国际化防范金融风险的积极作用，为中国金融稳健发展提供重要的制度保障。

**【关键词】** 人民币国际化；国际金融危机；防范；制度

**【文章编号】** IMI Working Paper No. 1823



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网  
<http://www.imi.org.cn/>

1937

# 人民币国际化是防范金融风险的一项制度保障——从人民币国际化的由来谈起

涂永红<sup>1</sup>

【摘要】人民币国际化是国际金融危机的产物，是我国一项重大的金融改革和制度创新。我们应该抓住时机，顺势而为，有序推进，充分发挥人民币国际化防范金融风险的积极作用，为中国金融稳健发展提供重要的制度保障。

【关键词】人民币国际化 国际金融危机 防范 制度

人民币国际化是国际金融危机的产物，是我国一项重大的金融改革和制度创新。今年是金融危机 10 周年，10 年来国际贸易、直接投资、国际货币格局发生了重大变化。这种结构变迁意味着国与国之间、区域之间、区域内部必须进行国际分工重塑和利益格局调整，势必引发方方面面的摩擦与政策冲突，导致贸易保护主义盛行，甚至爆发局部战争。全球经济环境复杂多变，无疑增加了人民币国际化的曲折性和难度。

## 一、国际金融危机以及溢出效应

金融危机包括货币危机、债务危机、银行危机等类型，在国际金融中主要表现为货币危机（其标志是本币汇率在短期内贬值超过 25%），多数情况下，货币危机会引发银行危机或债务危机。

### 1. 金融危机具有易发、高发特点。

自 1973 年布雷顿森林体系崩溃以来，主要货币汇率波动幅度加大，特别是 20 世纪 80 年代为了适应经济全球化而迅速发展的金融国际化、自由化，使得资本跨境流动规模更大、速度更快、监管更难。基本不受监管的离岸金融市场、金融电子化为资本流动提供了高效便捷的渠道，而投机驱动的热钱横冲直撞，成为引发金融危机的重要推手。那些金融市场欠发达、存在货币错配“原罪”的新兴市场国家，更是隔三岔五地爆发金融危机；在力量巨大的热钱冲击面前，即便是欧美等发达国家，也不能幸免。20 世纪 80 年代以来，全球进入了金融危机高发时期，通常每隔 3~5 年就会发生区域性或主要国家金融危机。著名的有 1984 年从

---

<sup>1</sup>涂永红，中国人民大学国际货币研究所学术委员、财政金融学院教授

墨西哥开始的拉美债务危机，1990 年日本金融泡沫破灭危机，1992 年欧洲货币危机，1997 年亚洲金融危机，1998 年俄罗斯金融危机，2000—2001 年巴西、阿根廷金融危机，2007 年美国次贷危机，2011 年欧洲主权债务危机，2013—2014 年印度、印尼、泰国等新兴市场体的货币危机，2018 年委内瑞拉、土耳其、阿根廷的货币危机。

## **2.金融危机的传染性很强。**

在经济全球化、互联网、通信发达的时代，主要国家金融危机的外部性、溢出效应大大加强，负面影响和破坏性更大。例如：美国次贷危机迅速形成全球金融海啸，随后引发了欧洲主权债务危机和部分新兴市场国家货币危机。金融危机主要通过以下渠道产生外部溢出效应：

### **（1）宏观政策渠道。**

爆发金融危机的国家必须采取一系列应急措施，阻止危机恶化和经济进一步衰退，往往还需借助外汇管制、贸易保护等极端措施。这些政策将影响本国的投资、消费和进出口贸易，也给主要贸易伙伴的正常经济运行造成冲击和扰动，迫使后者相应地调整宏观政策。

### **（2）贸易渠道。**

金融危机通常与经济危机相伴，金融危机导致资金链断裂，实体经济信贷紧缩，企业破产倒闭，投资和消费能力大大下降，进出口随之减少。这就造成国际供给需求下降，冲击国际产业链上各国的进出口贸易。

### **（3）资本渠道。**

发达国家基本上没有资本管制，新兴市场国家的资本流动管制也越来越少，资本流动在带来要素配置优化和高效率的同时，也加剧了外汇市场、资本市场的波动性和风险传染性。发生金融危机的国家存在资本外逃现象，而接受资金流入的国家，则容易出现本币升值过快、经济过热问题，或滋生股市、楼市资产泡沫。

### **（4）市场预期渠道。**

行为金融学告诉我们，投资者的行为绝大多数时候依赖简单、快捷的直觉思维，具有非理性特点，因此容易出现“羊群效应”、过度自信、过度恐慌问题，使得金融危机具有“自我实现”机制。一国发生金融危机，在市场预期和非理性心理作用下，导致周边国家或者类似国家、主要贸易伙伴国出现金融市场价格恐慌性波动。例如：最近土耳其因受到美国经济制裁，爆发了货币危机，尽管中国与土耳其的经济结构、国际收支状况大不相同，但因同样受到美国的贸易制裁，中国也出现了恐慌情绪，股票指数和人民币指数双双快速下跌。

## 二、后金融危机时代国际金融发生的重大变化

2008 年爆发的国际金融危机，其破坏力之大、传递速度之快、影响之深，实属罕见，是百年不遇的。它不仅打乱了世界经济运行轨迹，造成各国数以万亿美元计的财产损失，也留下了深刻的教训和宝贵的经验。国际社会共同努力，针对这场金融危机的原因、金融行为和监管漏洞，进行国际货币体系改革，完善国际经济金融治理，力求避免类似危机的再次发生。在过去的 10 年中，国际金融发生了五个方面的重大变化。

### 1. 转变观念，强调金融回归本位。

美国次贷危机的重要原因是金融虚拟化。通过制造结构复杂的证券化产品，以及层层加码的杠杆放大效应，大量资金停留在金融领域内部，机构之间相互交易、剪羊毛，赚得钵满盆满。金融对实体经济的支持很小，局限在房地产行业，而且将房地产的属性由居住转向投资。对此，主要国家采取去杠杆措施，严格限制金融过度创新和金融机构的自营交易，强调金融服务实体经济，通过跨时空优化配置资金，将资金这个最活跃的生产要素投入到产出效率最高的行业和企业，提高全社会的生产能力。

### 2. 弥补漏洞，加强金融机构抗风险能力。

在经济金融全球化的今天，货币、信贷、证券、房地产市场之间，国内外金融市场之间的联系越来越紧密，往往一点点微小的冲击就会引发滚雪球式的连锁反应，产生蝴蝶效应。这场危机是由华尔街一家投资银行雷曼兄弟公司流动性不足、破产引起的。为了增强金融机构的抗风险能力，弥补金融监管漏洞。2010 年国际银行业监管委员会出台了《巴塞尔协议 III》，提高了金融机构的核心资本充足率，建立逆周期资本缓冲机制，增加流动性覆盖率要求，对于系统重要性银行，资本金要求更高。各国根据《巴塞尔协议 III》的指引，纷纷出台银行业监管新规，对银行降杠杆、增加流动性、调整资产负债结构和稳健经营产生了巨大的影响。

### 3. 金融稳定，制定宏观审慎政策框架。

本轮国际金融危机表明，过去通行的以货币政策、财政政策与微观审慎政策为主的宏观经济政策框架，已无法保障金融安全和金融稳定。为了国际金融稳健发展，IMF 从 2009 年开始定期编制和发布全球金融稳定报告，评估全球金融市场动态，发现潜在的系统性弱点，引起各国当局的关注。英、美等主要发达国家进行了金融监管体制改革，将宏观审慎政策作为保障金融稳定的重要内容纳入金融监管框架。宏观审慎政策框架包括系统性风险分析与监测、宏观审慎政策工具实施以及政策协调与治理机制等三个方面，主要目标是遏制金融顺周

期发挥加速器作用，防范系统性金融风险。

例如：美联储增加了新的功能，对 20 多家系统重要银行进行直接监管，设立专门的金融消费者权益保护机构，查处金融机构的各种欺诈行为。我国在 2015 年开始实施穿透式的宏观审慎监管，规范金融机构的表外业务，限制不规范、处于监管空挡的影子银行业务。

#### **4.科学治理，推动国际货币体系改革。**

国际货币体系是国际经济的三大支柱之一。本轮国际金融危机暴露出美元主导的国际货币体系的严重缺陷，美元的国际货币地位远高于美国的国际经济地位，加上美元面临的“特里芬难题”，导致国际货币体系十分脆弱。尽管发达国家和发展中国家在全球经济总量中已经是平分秋色，但是发达国家在当前的国际货币体系治理中占据主导地位，发展中国家几乎被边缘化，只能被动接受发达国家的宏观政策调整，自身的正当权益、合理诉求得不到尊重和保护。

危机之后，改革国际货币体系的呼声高涨，改革重点在于提高发展中国家的话语权，增加在 IMF 的份额，推动国际货币多元化。2015 年 IMF 将人民币纳入 SDR 篮子货币，就是国际货币体系改革的一大成果。国际经济、金融治理机制也逐渐由发达国家的 G7 向包含发展中国家的 G20 转变。与此同时，由中国、印度、俄罗斯、巴西、南非五个发展中大国组成的金砖合作机制，在全球经济金融治理中发挥更大的作用。2013 年中国提出了“一带一路”倡议，推动设立亚投行和金砖国家新开发银行，提出了打造人类命运共同体的国际经济合作新思路，得到国际社会的积极响应。

### **三、人民币国际化进程及其主要挑战**

人民币国际化是人民币发展成为国际货币，发挥贸易计价结算、金融交易和官方储备功能的过程。一国货币要成为国际货币，需要具备一些基本条件：强大的经济实力、重要的国际贸易地位、可自由使用而且稳定的货币、高效的宏观管理。

#### **1.人民币国际化是应对国际金融危机的制度安排。**

加入 WTO 后，我国全方位融入经济全球化，发展成为世界加工厂。2007 年我国拥有 3700 多亿美元的经常项目顺差，占 GDP 的 10%左右，出口对 GDP 增长率的贡献超过 30%，对外依赖程度较高。尽管我国对美国的贸易占贸易总额的比例不足 16%，但是贸易结算基本上都使用美元进行，而且近 4 万亿美元外汇储备绝大部分表现为美元资产。国际金融危机爆发后，为了应对金融危机并对外转嫁损失，美国实行美元零利率政策，美联储连续三次量化

宽松，向市场注入大量流动性，推动美元指数不断下跌。

与 2005 年相比，2009 年美元对人民币贬值幅度接近 20%，导致我国的出口收入、外汇储备资产大大缩水，蒙受近万亿美元的汇兑损失。为了减少企业出口和外汇资产的汇兑损失，减轻国际金融危机对我国经济的传染程度，2009 年我国开始在上海、广东等 5 个城市试行跨境贸易人民币计价结算，并于 2010 年将试点范围扩大到东中部的 20 个省市，2011 年进而扩大至全境。由于中国经济表现稳健，在后金融危机时代中国成为世界经济新的引擎，人民币升值趋势明显，国际社会乐于接受并使用人民币，使得人民币国际化顺利启航。

## **2.人民币国际化取得突破性进展。**

由于中国对短期资本流动实行严格管制，金融以银行为主导，资本市场不发达，因此受到资本渠道的危机冲击并不大，对中国经济的影响主要通过贸易和市场预期两个渠道进行。

中国的政治制度使其在动员社会资源、应急管理方面具有不可比拟的优势，政府迅速推出的降息措施、四万亿经济刺激计划，使得中国经济继续保持 8% 的增长率，成为世界经济增长的新引擎，对世界经济增长的贡献超过 30%。良好的经济前景、坚挺的人民币，使得周边、东盟、非洲一些贸易伙伴乐意接受人民币。到 2015 年，中国对外贸易总额中人民币结算币种接近 30%，尼日利亚、新加坡、澳大利亚等国还将人民币纳入官方储备资产。

毫无疑问，人民币已经具备了充当国际货币的条件。我国在 2012 年超过日本成为世界第二大经济体，2013 年超过德国成为最大出口国和仅次于美国的第二大进口国，人民币在本轮国际金融危机后对美元、欧元等主要货币一路升值。在中国提出“一带一路”倡议后，中国鼓励企业与沿线国家开展国际产能合作，对外投资规模大幅度攀升，成为世界第三大对外投资国。在贸易结算和直接投资“双轮驱动”下，人民币国际化得到越来越多国家的认可，2015 年 IMF 将人民币正式纳入 SDR 货币篮子。人民币的国际化跨越了一个里程碑，加入了国际货币俱乐部。

## **3.人民币国际化的主要挑战。**

作为发展中国家的货币，人民币的国际化进程是一种全新的实践，既没有现成的模式可借鉴，又没有在金融市场、资本账户开放、清算支付体系、人民币汇率预期管理、国际政策协调等诸多方面做好充分准备，很容易受到国内外环境、政策变化的冲击，会不断面临新问题和新的挑战，其道路必然是漫长、艰难和曲折的。

### **第一，缺乏网络效应。**

网络效应是一国货币被国际社会广泛接收的前提条件。网络效应使得货币的国际使用具有非常强大的惯性力量，企业、个人一旦习惯了某种国际货币，产生了路径依赖，除非发生

了重大的制度、环境变化，很难用其他货币进行替代。根据日元国际化的经验，人民币要打破美元、欧元的使用惯性，至少需要一代人坚持不懈的努力。20 世纪 80 年代，世界经济总量排名第二的日本曾经大力推动日元国际化，但是结果并不理想。30 多年过去了，日元仍未获得被市场广泛接受的网络效应，以货币国际化指数[1]加以衡量，日元的国际化程度仍不足 5%。（见表 1）

表 1 主要货币国际化指数

|        | 美元    | 欧元    | 英镑   | 日元   | 合计    |
|--------|-------|-------|------|------|-------|
| 2016Q4 | 54.42 | 23.25 | 5.06 | 4.17 | 86.90 |
| 2017Q4 | 54.85 | 19.90 | 3.92 | 4.73 | 83.39 |

**第二，贸易大而不强。**

由于在国际产业链分工中地位较低，企业在贸易货币选择方面缺乏话语权，加上金融市场开放不充分，人民币使用范围、规模有限，远未形成交易成本低、有吸引力的网络效应。尽管 2017 年四季度人民币国际化指数（RII）为 3.13，在全球外汇市场交易中人民币排名第五，但是与美元、欧元相比，人民币国际化程度仍相距甚远。

**四、当前需要重点防范的三大金融风险**

自 2013 年开始，在“创新、协调、绿色、开放、共享”五大新发展理念的指导下，深入推进“三去一降一补”的供给侧结构性改革，我国经济进入降速换挡的新常态。各国经验表明，结构性调整通常需要十年左右的时间，伴随着经济增长乏力、失业率上升、通胀甚至社会动荡，需要付出较大的代价。

在经济全球化时代，主要国家的宏观政策具有较强的溢出效应，美国等发达国家在危机后实施量化宽松，现在开始退出并加息，以及美国挑起的贸易战，使我国的国际环境变得异常复杂和严峻，增加了我国出现黑天鹅事件的概率，防范金融风险的压力空前加大。如果不能有效控制好以下风险点，就有可能守不住底线，爆发金融危机。

**1.银行不良率上升风险。**

银行是典型的顺周期行业，经济繁荣时信贷需求旺盛，企业偿债能力强，银行信贷规模

快速增长，不良率较低；反之经济处于下行或萧条阶段，银行不良率大幅度增加。自 2013 年起，我国经济三期叠加，增长逐步下降。2018 年中美贸易摩擦升级，我国 500 亿美元高新技术出口产品已被加增高额关税，还有 2000 亿美元的产品可能被加征 10~25%不等的关税。导致我国产业链受到较大冲击，使得一些新兴战略产业发展放缓，加大了结构调整的难度。环境变化打击了市场信心，加剧投资下滑，2017 年民间固定资产投资增长率仅为 2.8%，消费也呈现缩减趋势。在经济下行压力加大情况下，银行将面临更多不良资产。

## **2.地方债借新还旧风险。**

1997 年亚洲金融危机后，因人民币不贬值，我国让出了部分劳动密集型产品的国外市场，以帮助东南亚国家早日走出金融危机，我国的出口大幅下降。当时，为了确保经济增长、实现充分就业，政府推动住房制度改革，大力发展房地产，修建高速公路等基础设施，成功渡过了难关。本轮金融危机后，我国再次面临外部需求锐减而且长期低迷的挑战，为了稳定就业，继续城镇化进程，政府在产业转型升级过程中发挥了积极作用。例如兴建各种投资平台，大举借债，发展交通、城市基础设施、产业园区。截至 2017 年底地方债达到 17.5 万亿。

由于地方政府的投资大多投向公益性基础设施，现金流很少，难以偿还本息，在去杠杆、加息的大背景下，地方政府债负担加重，违约风险上升。为了借新还旧，政府拿走有限的金融资源，挤占民间投资，还会进一步扭曲资源配置，降低整个社会的资金使用效率。

## **3.热钱冲击人民币汇率风险。**

客观地讲，中国经济发展的巨大成就得自于改革开放。经济全球化以及中国经济全方位融入国际分工，拉动和加速了我国经济总量、人均收入增长。因此，在美国和一些发达国家掀起逆全球化浪潮时，我国加大了对对外开放的力度，在上海、天津、厦门、郑州、武汉、西安、成都等中心城市设立自由贸易区，实行外资负面清单制度，改革海关制度，完善电子商务基础设施，提升贸易便利性。此外，我国还致力于金融开放，允许外资机构进入银行间市场，推出债券通，构筑通畅的人民币离岸、在岸市场资金循环机制，为人民币国际化营造配套的制度和市场机制，也为我国在国内外两个市场上优化配置各种生产要素和资源奠定了金融基础。

然而，凡事皆有利弊，放松资本管制和扩大金融市场开放，大大方便了资本的跨境流动，使得我国的金融市场更容易受到国际短期资本异常流动的冲击，受到国际金融危机的传染。由于短期国际资本市场参与主体复杂，有主权基金、大型国际金融机构、私募基金、跨国企业，市场化程度高，逐利性和投机性强，是国际金融危机频发的重要推手。在逐渐取消直接资本管制、更多使用经济手段引导资本流动的趋势下，如果我国央行的市场预期管理能力不



强或者政策传导机制不健全，不能建立高效的利率引导汇率机制，不能灵活地运用在岸汇率引导离岸汇率，我国就会面临较大的热钱冲击风险。汇率是热钱冲击的主要目标，通过改变市场的汇率预期，以及外汇市场买空卖空、货币市场借贷、股票和债券期货市场等一系列相互关联的套利性金融交易，将外汇市场的汇率波动风险传递到货币市场、资本市场、房地产市场，交叉发酵，最终引发系统性金融风险。

## **五、发挥人民币国际化对防范金融风险的积极作用**

我国已经进入经济高质量发展的新时期，在当前经济下行、国际环境复杂多变的情况下，要实现 2020 年全面建成小康社会的目标，必须打赢防范重大风险、精准扶贫、防治污染三大攻坚战。而防范重大风险的关键在于防范系统性金融风险，应该积极有序推动人民币国际化，为防范我国金融风险、增强金融稳定性提供制度保障。

### **第一，强化人民币在贸易中的计价结算功能，提高对外贸易、实体经济稳健性。**

对外贸易是一国发挥自身资源禀赋优势、获得比较利益、增加国民收入的重要途径。二战以来的实践表明，那些贸易增长速度较快的国家，获得了较高的 GDP 增长率。当今的国际贸易是一个买方市场，价格成为影响需求的决定性因素。我国是世界最大贸易国，目前贸易计价结算主要使用美元。由于人民币兑美元的汇率波动幅度加大，例如 2017 年，在美元走弱、我国经济基本面向好等因素作用下，人民币对美元即期汇率(CNY)和离岸价格(CNH)分别上涨 6.7%和 7.0%，而在中美贸易摩擦升级的恐慌情绪下，2018 年 4—8 月，人民币对美元贬值了 9%。汇率波动人为扭曲了进出口商品的价格，使得贸易企业无法准确核算成本与收益，贸易活动容易因亏损而终止。

推进人民币国际化，通过强化人民币在贸易中的计价结算功能，推动大宗商品人民币计价，提高人民币贸易结算的比例，能够有效消除我国进出口企业的汇率风险，切实提高企业的贸易竞争力和定价话语权，为其顺利开展贸易业务、稳定市场份额创造必要的条件。当然，国际贸易地位的稳定，贸易规模的扩大将增加我国经济发展的拉动力，增强实体经济的稳健性，减轻经济下行压力，从而降低银行坏账风险。

### **第二，降低金融机构货币错配风险，提高其国际经营水平。**

金融活经济活，只有金融机构健康发展，才能更好地发挥金融功能，引导储蓄向投资高效转化，分散和管理风险。改革开放以来的经验表明，负债发展，利用外资，引进先进技术与管理，通过加工贸易融入国际分工和产业链，是我国经济实现快速增长的一大法宝。与其

他发展中国家一样，在这一发展模式下，我国金融机构也面临较大的资产为本币、负债为外币的货币错配的风险，一旦本币贬值，容易出现债务负担膨胀导致的流动性风险，增加金融机构经营脆弱性。人民币国际化使得人民币成为金融交易的计价结算货币，可从根本上改善金融机构的货币错配程度，大幅降低金融机构的汇率风险损失和管理成本，有利于提高金融机构的稳健性和市场竞争力。

此外，为了满足国际社会对人民币不断增长、多元化的需求，金融机构不得不扩大国际经营范围，开发更多金融产品，提高交易的便捷性、安全性，提供人民币衍生金融工具，增强人民币金融资产的吸引力。业务和客户的国际化，有利于我国金融机构拓宽国际市场，在国际国内两个市场调配金融资源，实现收入来源多元化，在更大范围内分散风险，提高盈利能力和市场竞争力。

### **第三，助力“一带一路”建设全面推进，增强人民币的货币稳定性。**

“一带一路”建设与人民币国际化之间具有相辅相成、相互促进的内在关系。首先，“一带一路”国际合作高峰论坛进一步凝聚全球共识，一系列重大项目开工建设，中国—白俄罗斯工业园、埃及苏伊士经贸合作区等成为合作典范，对外开放新格局日益巩固。

2017 年，我国对“一带一路”沿线国家和地区直接投资金额达 144 亿美元，双边贸易规模为 7.4 万亿美元，同比增长 17.8%，为人民币国际化向更深层次、更高水平发展搭建使用了与流通的广阔平台。其次，人民币在双边贸易结算中的使用份额显著提升，我国通过货币互换机制向沿线 212 个经济体提供人民币流动性支持，对沿线国家货币直接报价交易增多，人民币的锚货币职能显著增强，为“设施联通、贸易畅通、资金流通”提供了强有力的金融支持。第四，推动金融市场稳步开放，提高资金使用效率。

我国货币数量 M2/GDP 的比例超过 200%，远远高于发达国家和主要新兴市场国家的水平，意味着存在严重的流动性过剩和资金使用效率低下问题。人民币国际化客观上要求资本自由使用，而资本的逐利性倒逼我国加快资本市场开放步伐，提高资本使用的效率，否则我国将面临资本大规模外流的挑战。2017 年“债券通”正式上线运行，实现内地与香港债券市场互联互通。同时，国家外汇管理局发布通知，规定银行间债券市场的人民币衍生品业务向境外机构投资者开放，为债券市场的国际投资者提供完善的风险管理渠道。此外，我国还放宽银行、金融资产管理公司、基金、期货公司等金融机构的外资持股限制，通过扩大金融市场开放程度，引入高水平的国际竞争，着力提升我国金融服务业的质量，为提高金融服务实体经济能力、提高资金使用效率注入新能量。

总之，人民币国际化是国际金融危机后市场选择的结果，是一大金融制度创新。我们应

该抓住时机，顺势而为，有序推进，充分发挥人民币国际化防范金融风险的积极作用，夯实积极稳健发展的基础。

#### 注释

[1]人民币国际化指数(RII)由中国人民大学国际货币研究所(IMI)编制,2012年首次发布。该指数综合反映人民币在全球贸易结算、金融交易和官方储备中的使用情况,用来衡量人民币的国际化程度。IMI使用编制RII的同样方法,编制SDR货币篮子中其他主要国际货币的国际化指数。



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872    电话：010-62516755    邮箱：imi@ruc.edu.cn