



No. 1914

Working Paper

中美贸易摩擦下 人民币国际化战略研究

高惺惟

【摘要】 在中美贸易摩擦的背景下，中国需要认真挖掘贸易摩擦背后真正对中国危害最大的金融摩擦的影响，也需要运用全方位的战略思维，维护自身的金融安全。稳步推动人民币国际化，必将增强中国应对外部冲击风险的能力。本文首先分析了中美贸易摩擦背景下中国需要重点防范的金融风险，进而探讨了人民币国际化在防范外部冲击风险过程中所能够发挥的积极作用，以及人民币国际化推进过程中可能面临的主要挑战，最后研究了推进人民币国际化的主要路径。

【关键词】 中美贸易摩擦；金融风险；人民币国际化

【文章编号】 IMI Working Paper No.1914



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

中美贸易摩擦下人民币国际化战略研究

高惺惟¹

【摘要】在中美贸易摩擦的背景下，中国需要认真挖掘贸易摩擦背后真正对中国危害最大的金融摩擦的影响，也需要运用全方位的战略思维，维护自身的金融安全。稳步推动人民币国际化，必将增强中国应对外部冲击风险的能力。本文首先分析了中美贸易摩擦背景下中国需要重点防范的金融风险，进而探讨了人民币国际化在防范外部冲击风险过程中所能够发挥的积极作用，以及人民币国际化推进过程中可能面临的主要挑战，最后研究了推进人民币国际化的主要路径。

【关键词】中美贸易摩擦；金融风险；人民币国际化

一、引言

2017 年新一届美国政府上任以来，在“美国优先”的口号下，对许多国家和地区特别是中国作出一系列不实指责，利用不断加征关税等手段进行经济恫吓，试图采取极限施压方法将自身利益诉求强加于中国。美国主动挑起这次中美贸易摩擦能够说明，至少在美国精英阶层，对华政策已经形成共识。中美关系开始变质，美国对中国政策由“接触”调整为“规锁”。在这一系列事件的背后，学界、政界和业界不仅有一个疑问：美国的目的是什么？首先，其目的不仅仅是拉平贸易赤字。加入 WTO，给中国带来了极大的发展机遇，中国不仅没有被美国的政治和经济发展道路影响，反而在经济总量和产业发展上与美国的差距逐步缩小，这是让美国没有预测到的，作为世界霸主的美国也不愿意看到挑战者的出现。其次，中国需要认真挖掘贸易摩擦背后真正对中国危害最大的金融摩擦的影响。2017 年底召开的中央经济工作会议明确将防范化解金融风险列为全面建成小康社会的三大攻坚战之一，这里的金融风险就包括外部冲击的风险，特别是美国作为国际金融规则制定者和美元作为核心国际储备货币带来的风险。中国需要运用全方位的战略思维，维护自身的金融安全。中国在 2010 年成为世界第二大经济体，为人民币国际化奠定了经济基础。稳步推动人民币国际化，必将

¹ 高惺惟，中国人民大学国际货币研究所研究员，中共中央党校经济学教研部副教授

增强中国应对外部冲击风险的能力。

一百多年以来，国际货币体系风云变幻。19世纪是英镑的世纪，但历经两次世界大战，战火都没有烧到美国本土，英国在国际经济中的地位却受到了极大影响。二战结束时，美国的黄金储备量占全球的75%，工业产值占全球50%，贸易总额占全球40%。美国依仗强大的实力在“布雷顿森林”协定上确定了以美元为中心的国际货币体系。该货币制度的基本特征是“双挂钩一固定”。一方面，美元与黄金挂钩，即以35美元等于一盎司黄金的比例保持两者之间的固定比价；另一方面，各国货币与美元挂钩，即各国货币与美元之间保持可调整的盯住汇率制度。由此可见，以美元为中心的布雷顿森林体系实际上是一种变相的金汇兑本位制，但同时又与金汇兑本位制有明显的区别。因为美国只允许外国货币当局在特定条件下才能用美元兑换黄金。布雷顿森林体系实际上使美元凌驾于其他货币之上，因此其本质是美元本位制。20世纪70年代，随着“特里芬难题”内在矛盾的进一步展开，美国的黄金储备已无法支撑其日益沉重的对外负债。1971年美国尼克松政府单方面宣布终止美元与黄金的兑换，从而意味着美国放弃了“双挂钩一固定”的责任，此后，国际货币体系陷入动荡之中。1976年，各国签订了《牙买加协议》，国际货币体系进入牙买加体系时期。牙买加体系形成了以美元为主导的多元货币格局。美元仍是各国货币汇率的驻锚目标，是事实上的锚货币。布雷顿森林体系下，锚是稳定的，是与黄金挂钩的。但在牙买加体系下，锚的稳定就取决于美国的宏观经济政策，尤其是货币政策。这就要求美联储不仅要美国的宏观经济稳定负责，还要对世界宏观经济稳定负责。然而，这仅仅是美国以外其他国家的一厢情愿。

Mckinnon (2005) [1]的研究指出，以东亚国家“米德冲突”²为代表，世界各国正在落入美元本位制陷阱。2008年美国金融危机爆发之后，世界各国反思美元为核心的国际货币体系，理论界研究开始关注建立多元主权货币国际化的可行性。邓肯(2009) [2]认为当前国际货币体系使美元存在特权，这种特权会导致世界经济不稳定。Walker (2009) [3]认为美元在国际货币体系的过度垄断地位虽然给美国带来了铸币税收益，外国人购买美国国债导致美元利率下降，有利于美国人借债等好处，同时也有很大的成本，比如外资流入美国在2008年推高美元汇率5%-8%。因此，多元货币体系应该是符合各方包括美国利益的国际货币体系改革方向。

² 米德冲突 (Meade Conflict) 是指在开放的经济环境中，稳定通货，充分就业和实现经济增长等内部均衡同保持国际收支平衡等外部均衡之间的冲突。

在没有全球统一货币的情况下，选择某一国的主权货币作为国际货币就成为次优选择。而哪一国的主权货币成为国际货币则取决于其宏观和微观条件。一是经济规模，这是构成一国货币国际化的重要基础。Coppola（1967）[4]从历史的维度总结了国际货币的三个共同特征³，其中之一就是该货币由具有全球影响力的经济强国所发行。Chinn&Fraenkel（2007）[5]的研究同样认为GDP是影响一国货币能否成为国际货币的最重要因素。二是国际贸易地位，国际贸易既为货币国际化提供环境，又需要国际货币的支撑。Shin（2002）[6]的研究认为，占有世界贸易最大份额的国家的货币理所当然会承担国际货币职能，因为其拥有更好的机会。Goldberg（2004）[7]的研究同样认为一国国际贸易发展是本国货币成为国际货币的重要条件。三是金融市场发达程度。Helleiner（2005）[8]等学者的研究指出规模大、流动性强的发达金融市场是一国货币发挥功能的潜力保障和制度支持，有助于贸易商在国际贸易活动中通过外汇市场规避汇率风险。四是货币的公信力。蒙代尔（2003）[9]指出，国际货币取决于人们对该货币保持稳定的信心。

从国内的研究来看，首先是关于美元作为核心国际储备货币带来风险方面。吴敬琏（2008）[10]指出，“中国掉进美元陷阱有苦难言”，美元作为核心国际储备货币，包括日本、欧盟等发达经济体在内的所有国家都面临着“美元陷阱”的困扰，对外交往中都离不开美元这个支付手段。向松祚（2014）[11]指出人民币陷入了“被美元化”的困局，并针对这一困境提出相应的政策主张。陶士贵和陈建宇（2015）[12]的研究表明美国的经济政策和金融战略深刻影响着世界各国的经济活动，国际社会逐渐开始关注“美元陷阱”和“被美元化”问题。其次是关于推动人民币国际化以消减美元风险方面，周小川（2008）提出了彻底改革全球货币体系的大胆建议，提出超国家主权的单一货币设想⁴。李稻葵（2010）[13]的研究认为，由于美元的信用基础发生了根本性变化，现行国际货币体系难以持续，未来国际货币体系改革的方向有两个：一是创造超主权货币，二是形成美元、欧元、人民币“三足鼎立”的新体系，而且后者在现实中更有可能实现。丁剑平等（2011）[14]和巴曙松（2011）[15]的研究都认为锚货币国能够更加有效地降低海外贸易风险和投资汇兑风险。曹彤（2014）[16]提出了“多核心货币区”和“区域核心货币”的概念，认为全球各区域的货币体系基本都是由“多

³茨坡拉（1967）分析中世纪早期和后期的货币发展得出关于不同的国际货币的三个共同特征：一是单位价值高；二是内在稳定性强；三是由国际贸易活跃的经济强国发行。

⁴周小川.关于改革国际货币体系的思考.<http://www.pbc.gov.cn>.2008-11-13.

核心货币”共同主导的，而不是由“单一货币”主导，以东盟为例，已经转变为由美元和人民币共同主导的货币区。

上述文献从不同视角论述了美元主导的国际货币体系给全球经济带来的问题。一方面，美元作为国际核心储备货币，很容易就可以将自身的债务危机转变为其他债权国的“美元陷阱”。中国是美国国债最大的持有者，如果美国国债出现大面积违约或者是价格的下跌，除了美国民众福利受损之外，包括中国在内的所有债权国都会受到巨大损失。另一方面，世界各国面临着“去美元化”的问题，这就为推动人民币国际化创造了现实背景。本文的研究是基于中美贸易摩擦背景下进行的，接下来第二部分将首先分析中美贸易摩擦背景下中国需要重点防范的金融风险，第三部分探讨人民币国际化在防范外部冲击风险过程中所能够发挥的积极作用，第四部分提出人民币国际化推进过程中可能面临的主要挑战，最后一部分研究了推进人民币国际化的主要路径。

二、中美贸易摩擦下中国需要重点防范的金融风险

从金融学的角度理解，信用货币制度是以中央银行发行的纸币作为本位币的货币制度。这种货币是国家强制发行的，不与黄金挂钩，也不能直接兑换黄金，其发行的基础是国家信用，在本国具有无限清偿力。美元作为世界通用的结算货币，在全球金融体系中占有霸主地位，其发行机构美联储实际上就是一个世界中央银行。当国际货币由一个隶属于某个主权国家的“世界中央银行”发行时，就极易导致世界各个国家货币体系的紊乱。在中美贸易摩擦的背景下，当前的国际货币体系必然会对中国的金融稳定和经济平稳发展带来风险。

（一）中美贸易摩擦增加了人民币汇率波动的风险

布雷顿森林体系崩溃之后，美元与黄金脱钩，增加了锚货币——美元指数的不确定性，伴随而来的就是各国货币汇率波动幅度的加大，货币本身在一定程度上被虚拟化，即美元本身只是一张纸，只有在美联储信用的支持下才有价值。由于美元与黄金脱钩后仅靠政府的信用来发行，因此政治因素会对其他国家的汇率产生影响。如果国际经济形势紧张，那么必定会使外汇市场动荡，导致汇率大幅波动。由此可见，政治环境的稳定关系着汇率的稳定，是汇率稳定的重要保障。近年来，随着中国经济高速发展，经济体量不断增加，国际地位逐步提高，人民币汇率问题越来越多地受到国际社会的密切关注。因此，人民币的汇率水平是否

合理、币值能否稳定等问题已经成为关乎中国国计民生的重大问题，必须慎重对待。中国应该努力减少外部因素对人民币汇率冲击的影响。但在美元主导的国际货币体系中，美联储的货币政策具有极强的外部效应，严重影响着人民币汇率的稳定。

（二）中美贸易摩擦增加中国资本流出的风险

在金融国际化快速发展的背景下，大量资本流进流出，增加了监管的困难性。尤其是热钱对金融市场的破坏性日趋明显，成为引发金融危机的重要推手，从欧美发达国家到新兴市场国家都受到热钱冲击的危害。从 1977 年的墨西哥金融危机，1987 年的日本金融危机，再到 1997 年的亚洲金融危机，都与国际资本的进入和炒作有着密切关系。热钱博弈已经成为中国进行宏观调控的一项重要内容，防止资本大幅度流出成为中国进行宏观调控的一项重要目标。国际资本流动非常复杂，尤其是在中美贸易摩擦导致经济前景不明朗的背景下，资本流出问题已经开始影响中国短期金融形势，给中国经济带来很大的风险，给金融安全造成潜在威胁，并增加宏观经济政策调控的难度。

（三）金融制裁极有可能成为美国手中的一把“利器”

在中美贸易摩擦不断扩大的背景下，需要谨防美国金融制裁给中国带来的风险。“金融制裁”是国际经济制裁的重要内容之一，随着全球经济金融化，全球金融美元化的发展，金融制裁的影响性日益凸显，其影响力比贸易制裁更大，却更容易被执行，更难以被规避。就金融制裁的手段来看，一是可以以各种理由冻结被制裁国的资产，甚至联合其他国家对被制裁国施压。二是可以利用其在国际金融组织中的影响力切断被制裁国使用美元的渠道。美国掌控全球两大交易支付结算系统⁵，与其他国家形成了明显的新型不对称权力。2018 年 11 月 13 日，美国财政部突然对外宣布，SWIFT 已经中断了对伊朗央行的结算服务。三是禁止全球金融机构与被制裁国进行交易。美国影响和控制全球金融体系的重要工具就是美元，每一个从事美元业务的金融机构都在美联储开立账户，如果金融机构不遵照美国的意志行事，美国轻则可以吊销该金融机构的信用证⁶，重则对该金融机构进行巨额处罚，或者吊销其美国业务牌照。因此，大多数金融机构不会选择去“冒犯”美国，只能遵从美国的意志和规则。由此可见，与贸易制裁相比，金融制裁的影响力更大，不对称性更强，而这种不对称性来源

⁵当前，国际贸易的美元支付和结算主要通过“环球银行间金融电讯协会”(SWIFT)和“纽约清算所银行同业支付系统”(CHIPS)。

⁶信用证是国际贸易中采用最多的一种结算方式。

于美元的霸权地位。

（四）巨额的外汇储备使中国深陷“美元陷阱”

由于现行的国际货币体系下美元是国际结算的主要货币，所以美元在中国外汇储备中占有很高比例。从币种结构匹配要求看，多配置美元资产是必要的。外汇储备主要购买美国国债也是一个迫不得已的选择。从市场容量上看，美国作为世界第一大经济体和最大的负债消费国，只有美国能消化中国如此规模的一笔外汇储备，中国很难再找到第二个有如此规模且相对安全的金融投资市场，其他任何一个经济体也难以消化中国巨额的外汇储备。当中国的外汇储备只能选择投资美国国债的时候，就是将“所有鸡蛋放在了一个篮子里”，同时将自己的命运交给了美国，中国的外汇储备不得已陷入了巨大风险中。因为美国掌握着印钞权，不论是美国采取量化宽松货币政策而大印钞票，还是投资者对美国信心下滑，都会令中国财富缩水，最大债主中国首当其冲的会受到巨大损失。中国一方面承担着美元资产不断缩水的风险，另一方面却又不能抛售美国国债。中国一旦大幅抛出美国国债，势必造成其他债主的恐慌，产生足以压垮债券价格的连锁反应，最终吃亏最大的还是中国。即使真能抛掉全部美国国债，但在目前的国际货币体系下，中国巨额的外汇储备依旧是个“烫手的山芋”：没有美元储备无法进行国际贸易，过多的美元储备却又无法做到保值增值。

（五）美元主导的国际货币体系存在严重缺陷

由于美联储拥有无限量以及无中生有地创造货币的不受制约的权力，因此就可以不计后果地加大货币供应量。许多国家认为美元是与黄金一样好的东西，只要有美元，就能与其他任何国家进行贸易结算。正是上述各国都认定的事实让美国可以肆无忌惮地进行发债，打开印钞机大搞量化宽松，给全球各主要经济体输出通货膨胀，导致各国央行的美元储备资产严重缩水。在这个过程中，包括中国在内的发展中国家只能被动接受发达国家的宏观政策调整，无法维护其正当权益和合理诉求。中国经济的快速发展让美国感受到压力很大，集中反映就是这一轮的中美贸易摩擦。美国为了遏制中国经济快速发展，必然会动用美元工具。在美元主导的国际货币体系和美国主导的全球化当中，虽然发展中国家在经济领域取得了一定的成就，但全球经济命运被“捏在”美国人的消费和投资当中，美元以信用担保的纸币换取世界各国的产品、资源和服务，同时又以发行国债的方式吸引美元回流，以支撑美国经济发展，这个过程必然会加大美国和其他国家间经济波动的风险。美元充当核心国际储备货币的本质就是建立美国在经济领域和政治领域的霸权地位，全球经济将被迫纳入到美国领导下的生产

循环中去。

三、发挥人民币国际化防范外部冲击风险的积极作用

按照 IMF 的定义，全球经济失衡主要是经常账户的不平衡。2008 年全球性金融危机是对全球经济失衡积累的系统性风险的释放。在中美贸易摩擦中，贸易和美元是美国手中依赖的武器。美国在 20 世纪 70 年代逼迫日本签下“广场协议”，目的是减少美日贸易中美国的巨额逆差。今天美国又用同样的方法想逼迫中国就范。一方面，中国的情况不同于“广场协议”时期的日本，中国幅员辽阔，有 14 亿人口的消费市场，经济对出口的依赖已经有所缓解，内需对经济的贡献程度逐步提高，创新能力不断提升。另一方面，美国一旦全面对中国商品加征关税，那么美国消费者不得不面对消费整体价格大幅度上涨带来的压力，可谓是“杀敌一千自损八百”。但中美贸易摩擦对中国金融安全的影响不可低估。人民币国际化是中国为了维护自身利益而推出的一项制度安排：通过让人民币成为贸易计价结算货币、金融交易货币和各国央行的官方储备货币，实现规避美元风险的目的。2009 年人民币开始在上海、广东等 5 个地区实施跨境贸易人民币结算试点，2011 年这一范围扩大至全国。从推进状况来看，由于中国经济的强劲表现和人民币币值稳定的态势，国际贸易中各国普遍接受人民币作为结算货币，这为推动人民币国际化创造了良好的条件。

（一）人民币国际化有利于企业防范流动性短缺的风险

企业本身会产生对货币的使用惯性，在过去的 20 世纪，英国的经济份额尽管被美国“侵占”，但英镑在国际贸易中的作用得以保持，仅是因为这种简单的“惯性”。在 21 世纪，美元也可能具备这样的惯性优势。展望未来，企业如何规避外汇风险并管理本币对美元的价值成为一个重要的问题。中国的外汇交易系统已经允许人民币对一定数量发展中国家货币进行报价，这将产生广泛的影响。在计价和贸易结算中，更广泛的使用人民币不仅对个体企业有好处，对全球经济也是有利的。随着人民币使用成为全球贸易支付的关键组成部分，避免类似 2007-2009 年全球金融危机中出现的流动性短缺的概率会大大提高，贸易融资的整体状况会更加稳定。在实践中，中国人民银行已经与相当一部分中央银行达成了额度互换协议，这能确保在新的市场动荡中有备用的人民币流动性可供使用。

（二）人民币国际化有利于实现全球外汇储备的稳定

在过去的 20 年，全球的外汇储备持有总量一直在快速增长，而且美元占据了大多数新兴国家外汇储备的主要部分。巨额的外汇储备流动可能会破坏全球经济，因为这些资本流动将引起全球经济的内外部失衡。大规模资本流入美国可能引发信贷创造，并再次“酝酿”出类似 2007-2009 年那样的信贷危机。因此，人民币需要在消减美元占比过高带来的风险方面发挥更大的作用。不管构建外汇储备的原因如何，在某种程度上，中央银行仅是将其储备看作一种投资，因此稳定的、有吸引力的人民币就成为各国央行的一种不错选择。尤其是在近年来持续的金融危机背景下，中央银行持有官方储备可以在全球金融体系“停滞”时发挥关键作用：中央银行可以作为外币流动性的最终提供者。人民币国际化是一项大胆“竞标”，鼓励各国中央银行及其他部门使用和储备人民币。

（三）人民币国际化有利于使人民币成为“锚货币”

2015 年，人民币被正式纳入 SDR 篮子，加之中国经济规模和对外贸易体量的不断增加，人民币在国际货币体系中的地位有所提升，成为更多国家的“货币锚”。尤其是“一带一路”沿线国家，在美联储持续加息的背景之下，普遍面临着“美元回流”的问题，人民币获得更多的机会填补“美元短缺”的窗口，有利于人民币被“一带一路”沿线国家当作“隐性锚”，最大限度降低“一带一路”沿线国家海外贸易风险和投资汇兑风险。

（四）人民币国际化是全球经济发展再平衡的需要

就中国而言，在成为新一代世界制造中心后，由于内需不足，发达的美国经济以及美国所处的国际货币体系中心位置让美国成为巨大的消费市场，从而使中国依赖于美国这个“外需市场”来完成生产与消费的循环。中美贸易摩擦揭示了中国成为国际生产体系中心后构建起的全球经济循环模式不具有可持续性，同时也意味着中国依赖于外部市场的“出口导向型”经济发展战略走到了尽头。中国转变经济发展方式的动力机制正在形成中，以居民消费为基本内容的内需扩大带动经济发展模式将逐步发挥作用。这对世界经济平衡发展具有重要意义，它表明中国正在为全球经济再平衡作出贡献。正是在全球经济再平衡的背景下，人民币国际化开始出现。人民币国际化满足了国际需要，有世界经济的真实需求。1997 年亚洲金融危机爆发的一个重要原因是“货币错配”。亚洲国家之间贸易都使用美元计价、结算和支付。2008 年金融危机同样造成各国贸易、计价、结算和支付的严重困难。因此，人民币需求增加，这不仅有助于分散各国外汇储备的风险，而且从长期看，将减弱对美元的系统性依赖。

四、人民币国际化面临的主要挑战

依据货币银行学基本原理，中央银行能够控制一个封闭经济体的货币供应量，但开放经济体的货币政策将受到跨境资本流动的严重影响，货币供应量将由外生属性转向内生属性，货币政策的独立性会受到威胁。推动人民币国际化，既要做到积极作为，又要做到顺其自然，尊重市场规律，更要防范人民币国际化带来的新的风险。要在保障经济和金融平稳运行中推动人民币国际化。2010年初，人民币国际化指数⁷只有0.02，人民币在国际市场上的使用几乎完全空白。2015年随着人民币加入SDR货币篮子的制度红利逐步释放，人民币的国际使用稳步提升。截至2017年，人民币国际化指数已升至3.13⁸。在人民币国际化快速推进的过程中，需要谨防人民币国际化带来的挑战。

（一）人民币国际化倒逼人民币实现全面可兑换

吴念鲁(2009)[17]认为，资本项目开放与货币国际化是既有区别又有联系的两个概念，一方面，资本项目开放不等于货币国际化；另一方面，全面可兑换是主权货币国际化的基本条件之一。进一步推动人民币跨境贸易结算、发挥人民币加入SDR的实质性作用、保证贸易投资便利化都需要人民币可兑换。近年来，随着人民币国际化的加快推进，人民币结算方式的广泛采用，人民币流出规模不断加大，境外居民拥有更多的人民币，从而对中国的国际收支管理模式带来巨大挑战。就目前来看，保持中国国际收支资本项下的管制仍属必要。中东欧国家因为过早过快地放松或放弃国际收支资本项下管制，招致国际资本冲击，其后果被证明是灾难性的。与此相对应，在亚洲金融危机和2008年国际金融危机中，中国金融体系尚属健康，一个重要的原因是得益于资本项下的管制，因管制而未受冲击。但是人民币国际化的快速推进需要进一步提高其可兑换程度，否则人民币国际化的进程会受到阻碍。当资本项目大范围处于管制状态时，境外人民币缺乏稳定的回流渠道，就无法形成货币流出与回流的双向互动机制，必然导致国际市场对人民币需求的减弱。同时，一个封闭的金融市场无法满足离岸市场投资者所持有金融资产的安全性、流动性和盈利性要求，从而就会影响国际市场对人民币的需求。因此，人民币国际化过程中资本项目可兑换是个必然的趋势。而这个过

⁷ 人民币国际化指数是指从国际货币职能角度出发，对人民币各项职能的全球占比进行加权平均后计算出来的指数，用于反映人民币国际化的程度。

⁸ 数据来源：中国人民大学国际货币研究所. 2018 人民币国际化报告. 2018.7

程就宛如褪去了保护措施，人民币将完全暴露在各种风险之下。

（二）人民币国际化将面临“特里芬难题”

“特里芬难题”是指一方面国际货币为保持币值稳定，应具有稀缺性，逆差不能过大；另一方面又要保障国际贸易的需要，流动性要足够充裕，需要一定量的逆差，这两方面分别反映了国际收支顺差需求与逆差需求之间的冲突。“特里芬难题”揭示了主权货币国际化存在的内在不稳定性。美元作为核心国际储备货币，就面临“特里芬难题”，既享受着逆差带来的国际铸币税收益，又担心逆差过大影响美元币值的稳定。就中国而言，中国对外提供人民币储备资产，必然要以国际贸易逆差为实现途径，人民币国际化不可避免地面临“特里芬难题”考验，不可避免地增大金融市场的对外风险暴露。

（三）人民币国际化会增加中央银行宏观调控的难度

人民币国际化需要稳定的宏观金融环境，但国际化的过程，本身就是放松监管的过程。人民币国际化会对外汇市场产生影响，进而导致汇率的波动。外汇市场是金融市场的重要组成部分，外汇市场的波动向金融市场的传导自然不可避免，一个不稳定的金融市场无法提供一个稳定的金融环境来保障人民币国际化的顺利实施。以货币政策目标的实现来看，人民币国际化后，如果国内出现通货膨胀，中央银行会紧缩银根来抑制通货膨胀，利率会上升，资金出于增值的动机会流向国内，国内货币供应增加，相对削弱央行紧缩银根的效果，使中央银行抑制通货膨胀的目标无法实现。维持一个稳定的金融市场，中央银行需要方法，需要经验，需要工具，需要人才，这些都需要未雨绸缪。

五、推进人民币国际化的主要路径

由于研究角度不同，学界对推进人民币国际化的方式提出了“三步走”的有限目标论、自然发展论和跨越推动论等。“三步走”的有限目标论主张人民币的使用范围应从周边化到区域化再到国际化；自然发展论认为中国经济体量和贸易规模增长的过程本身就是人民币国际化的过程；跨越推动论认为国际金融危机加剧了世界经济的不平衡，应把握机遇推进人民币国际化，最大程度遏制美元本位制的缺陷。尽管学界各持己见，但都认为推动人民币国际化有助于实现世界经济再平衡。本文在已有研究基础上，从以下几个方面完善人民币国际化的推进路径：

（一）发挥自贸区金融市场“资本水坝”的作用

在人民币跨境贸易结算快速前进的同时，如何进行人民币回流机制建设是人民币国际化面临的特殊问题，这意味着需将资本项目开放和人民币全面自由可兑换适当分离。因此，建设自贸区人民币金融市场就具有了现实意义。在特殊历史背景下起步的人民币国际化，决定了其不同于一般主权货币国际化的特殊处境及由此产生的特殊路径。一般主权货币的国际化是在本币与外币全面可兑换的基础上自然发展起来的。但以跨境贸易结算为基本内容的人民币国际化则是在尚未完全恢复兑换性、国际收支资本项下仍有实质性管制的基础上开始的。特殊方式带来了特殊矛盾：一方面形成了规模巨大的海外沉淀，需要一个合理的金融市场供其投资；另一方面金融市场的开放意味着资本账户的放开，加大了国内金融体系风险。这就需要发挥自贸区“资本水坝”的作用。一是实现境外人民币资金在自贸区的完全可自由兑换，将人民币的可兑换和人民币资本项下开放分为两件事来处理。自贸区将成为地理位置在境内的离岸市场，通过在岸和离岸市场调节境内外人民币资本流动，实现自贸区“资本水坝”的作用。二是通过“资本水坝”的作用，既可以顶住资本回流境内的压力，让人民币在自贸区市场沉淀，又可以拦截国际资本可能发起的对人民币的流动性冲击。三是通过“资本水坝”促进人民币在第三国结算、交易、投资和储备，推动人民币在第三国使用，实现真正的国际化。

（二）以货币互换推动人民币成为储备货币

2008年金融危机增加了持有大量美元国家经济的波动性。为了缓解对美元的依赖，不少国家开始寻找美元的“替代品”，使用其他货币进行国际支付与结算，稳中有升的人民币成为很多国家中央银行的选择。尤其是中国周边国家纷纷与中国人民银行签订货币互换协议。近几年，中国与外国货币互换协议与日俱增，实现了中国与周边国家的双赢。货币互换旨在避免金融危机下的汇率结算损失，促进一些与中国贸易往来紧密的国家使用比较坚挺的人民币购买中国产品，消减美元汇价波动的风险。货币互换对于推动人民币国际化具有非常重要的意义：第一，通过货币互换使贸易双方使用彼此的货币进行结算，减少对美元的依赖，既可以保障在美元流动性短缺的情况下实现正常交易，又不会因为美元指数的变动带来损失。第二，通过货币互换到达离岸市场上的人民币，用于与中国的贸易结算、储备，这就无形之中扩大了人民币在境外地区流通的范围。第三，在结算的同时不可能一次性全部用完，在一定程度上实现了人民币的储备功能。第四，当第三方国家普遍接受并认可人民币之后，第三

方国家之间的贸易就可以实现人民币结算，能够推动真正意义上的人民币国际化。

（三）发挥人民币跨境支付系统（CIPS）⁹的积极作用

建立 CIPS 的目的是集中渠道和资源，推动并全面整合跨境人民币结算业务。通过处理投资和贸易中的人民币跨境支付业务，满足人民币结算需求。截止目前，CIPS 系统共有 695 家境内外间接参与者，8 家国外清算行加入，实际业务范围更是延伸到了 140 多个国家。伊朗央行正式把人民币列为三大主要换汇货币后，伊朗也可以用人民币购买中国的商品，增加贸易往来并为伊朗经济注入新活力。CIPS 系统打造人民币跨境支付清算的“高速公路”，承担境外人民币回流和离岸人民币存款定价等职能，也将不再完全依赖 SWIFT 传递报文，这将大幅提高中国金融安全性和独立性，为人民币国际化提供重要支撑。

（四）以“一带一路”建设为契机推动人民币国际化

严佳佳和辛文婷(2017)[18]的研究认为国际货币的形成与发展离不开政府政策的推动，“一带一路”倡议为人民币国际化提供了难能可贵的历史机遇。“一带一路”是中国扩大开放的重要举措，在为全球治理提供重要公共产品的同时，也为人民币国际化提供了良好条件。最优货币区理论表明，生产要素流动、经济开放、贸易结构互补和政策协调等要素条件能够为货币国际化创造良好条件。“一带一路”建设所追求的设施联通需要大量资金投入，这个过程激发了国际社会对人民币的资金需求，以解决一带一路建设过程中的资金缺口问题，这就有利于人民币形成在资本项目下输出、经常项目下回流的机制。“一带一路”沿线投资将成为推动人民币国际化的重要动力。“一带一路”建设所追求的贸易畅通需要投资和贸易的便利化，更需要有效规避汇率波动风险的机制，加大人民币在贸易结算中使用的比例能够满足贸易各方的需求。“一带一路”建设所追求的资金融通既有助于推动人民币跨境支付系统的使用，更好发挥人民币支付和结算的功能，还有助于加大“一带一路”沿线国家货币互换的规模。

⁹ 与 CHIPS 体系类似，CIPS 系统(Cross-border Interbank Payment System，简称 CIPS)是中国央行构建的独立的以人民币全球支付清算为主要功能的人民币跨境支付系统，总部位于上海。

参考文献

- [1] Mckinnon. Money and capital in economic development[M]. Brookings Institution Press ,2005.
- [2] 理查德·邓肯(著),王靖国(译).美元危机:成因、后果与对策[M].大连:东北财经大学出版社,2009.
- [3] Eduardo Walker. Strategic currency hedging and global portfolio investments upside down[J]. Journal of Business Research, 2009, (6): 657-668.
- [4] Mainz Coppola. The Future of the Dollar as an International Currency [M]. New York: Frederick Praeger, Publishers, 1967.
- [5] Chinn and Fraenkel. Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency? In G7 Current account imbalances: sustainability and adjustment[D]. University of Chicago Press. 2007.
- [6] Shin H S. Global banking glut and loan risk premium [J]. IMF Economic Review. 2012, 60(2): 155-192.
- [7] Goldberg L. Industry-specific exchange rates for the United States [J]. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. 2004, 10(1): 1-16.
- [8] Helleiner E. Structural Power in International Monetary Relations [J]. EUI Working Papers. March, 2005: 1-15.
- [9] 蒙代尔(著),向松祚(译).蒙代尔经济学文集[M].北京:中国金融出版社,2003.
- [10] 吴敬琏.我们掉进了美元陷阱[J].IT时代周刊,2008-12-20:10.
- [11] 向松祚.摆脱人民币“被美元化”困境[J].新财经,2014,(1):18.
- [12] 陶士贵,陈建宇.国际货币陷阱、被美元化及去美元化[J].财经科学,2015,(8):23-32.
- [13] 李稻葵,尹兴中.国际货币体系新架构:后金融危机时代的研究[J].金融研究,2010,(2):31-43.
- [14] 丁剑平.“一带一路”区块货币参照人民币“隐性锚”分析[J].国际金融研究,2018,(10):23-32.
- [15] 巴曙松,杨现领.货币锚的选择与退出:对最优货币规则的再考察[J].国际经济评论,2011,(1):141-154.
- [16] 曹彤.从多核心货币区视角看人民币国际化进程[J].金融研究,2014,(8):47-63.
- [17] 吴念鲁.论人民币可兑换与国际化[J],国际金融研究,2009,(11):4-12.
- [18] 严佳佳,辛文婷.“一带一路”倡议对人民币国际化的影响研究[J],经济学家,2017,(12):83-90.

Research on RMB Internationalization Strategy under Trade Friction between China and US

Gao Xingwei

Abstract: Under the background of trade frictions between China and US, China needs to dig out the real impact of trade frictions on China's financial frictions which is most harmful, also needs to use all-round strategic thinking to safeguard its own financial security. Steady promotion of RMB internationalization will certainly enhance China's ability to deal with external shocks. This paper first analyses the financial risks that China needs to focus on in the context of trade frictions, and then discusses the positive role that RMB internationalization can play in preventing risks of external shocks, as well as the main challenges that RMB internationalization may face in the process of promoting, and finally studies how to promote RMB internationalization.

Key words: trade friction between China and US; financial risk; RMB internationalization



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