



No. 2316

Working Paper

本币国际化：理论和现实的困局及选择

陈卫东 边卫红 熊启跃 初晓

【摘要】 作为全球公共产品，货币国际化是制度设计、市场选择和政治利益博弈的结果，它的合理性和存在状态受复杂因素影响决定，没有单一路径，没有必然的持久性。当前，在国际关系演变、地缘政治风险攀升的背景下，国际货币格局悄然发生转变，传统货币国际化路径对于发展中国家而言无法复制，也行不通。如果人民币国际化遵循美元传统路径，将付出巨大成本并面临多重瓶颈，也将受到新的“特里芬难题”制约。我们应客观看待人民币国际化进程，科学谋划未来发展路径。

【文章编号】 IMI Working Paper NO. 2316



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/>

本币国际化：理论和现实的困局及选择

陈卫东¹ 边卫红² 熊启跃 初晓

【摘要】作为全球公共产品，货币国际化是制度设计、市场选择和政治利益博弈的结果，它的合理性和存在状态受复杂因素影响决定，没有单一路径，没有必然的持久性。当前，在国际关系演变、地缘政治风险攀升的背景下，国际货币格局悄然发生转变，传统货币国际化路径对于发展中国家而言无法复制，也行不通。如果人民币国际化遵循美元传统路径，将付出巨大成本并面临多重瓶颈，也将受到新的“特里芬难题”制约。我们应客观看待人民币国际化进程，科学谋划未来发展路径。

本文研究结果表明，传统货币的国际化路径不复存在，新兴货币国际化不断发展，也面临挤压。推动本币国际化有利于降低交易成本，形成铸币税收益，提升货币发行国政治影响力；但同时会加大宏观调控难度，加剧投机套利资金对金融稳定冲击，同时可能陷入“特里芬难题”，造成主权货币币信的下降。受经济实力、对外经贸关系、宏观调控及监管政策设计等因素影响，主要国际货币各项职能发挥存在非对称特征。国际货币的支付结算、投融资和储备货币职能拥有不同的决定因素，决定了功能发挥的可控性差异。当前，人民币国际化面临国际货币惯性阻碍、西方国家主导的多边治理规则制约、国内企业与金融机构竞争力相对较弱等挑战。应当客观看待人民币国际化进程，权衡职能选择，科学谋划未来发展路径。有限国际货币职能可以一定程度上缓释“特里芬难题”。过快地推动本币国际化，有可能放大不利因素，导致本币国际化干扰本国经济提升之路。回归货币价值本源，避免走美元老路，有序推进人民币国际货币职能。利用地缘政治创造的区域空间塑造新的国际化货币空间。通过在低碳金融新领域寻求竞争动力，推动国际金融体系的变革和完善。以金融科技发展探索面向未来的、公平的、可持续的国际货币体系和可信赖的公共产品。

¹ 中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国银行研究院院长

² 中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中国银行研究院主管

一、货币国际化的理论困境

在货币国际化的演进过程中，国际货币的选择、职能效应的变迁、货币环流的去“经常项目”化等方面面临着诸多困境与挑战。

（一）单一主权货币、双寡头国际货币

单一主权货币国际化公共和私有属性矛盾明显。国际货币的发行量应当适配于全球经济体量，而美元发行量则是以美国为基准，货币供给量难以与世界需求达成平衡。在国内政策目标和国际货币需求之间，单一主权货币往往首选前者，而国际上缺少对于国际货币的明确制度规范，因此单一主权货币国际化的稳定性难以保证。在与黄金脱钩后，美元币值失去有效保障，只有通过建立霸权，才能在维护本国利益的同时，维持现有国际货币秩序。**双寡头货币国际化还存在竞争替代问题。**欧元诞生以后，迅速成为重要的国际储备货币。IMF 数据显示，2002 年欧元流通之后，全球外汇储备进入高速扩张阶段，在结构上表现为美元和欧元占总外汇储备的 90%左右，但美元占比持续下降，而欧元则持续上升。双寡头国际货币国际化除了具有单一主权货币体系问题外，还存在竞争替代关系。**超主权货币³在理论上是最佳选择，但难以实际执行。**超主权储备货币的主张由来已久，但由于其执行成本过高，缺乏内在价值和有效的运行机制，国际货币基金组织所创设的 SDR 应用普及仍然缺乏实质性进展，无法撼动美元在国际货币体系中的地位。

单一主权货币、双寡头主权货币和超主权货币的国际化难以满足国际货币需求，解决矛盾的关键仍然在于发展多元国际货币体系。Eichengreen 等（2011）提出了多元货币体系的观点，认为美元、欧元和人民币将扮演国际货币的角色。多元货币体系具有的内在约束力和外在协调性，将有利于在世界范围内达到更长期的经济稳定和区域平衡。哈佛大学教授 Emmanuel Farhi（2019）指出，多元国际货币的发展不是一蹴而就的。在向多极国际货币体系过渡的潜在无序时期，相关部门应积极做好准备，优先加强全球金融安全网，提高全球金融体系弹性，缓解全球安全资产短缺，从而减轻国际货币转变造成的不稳定影响。

（二）国际货币具有网络效应、流动性效应、惯性效应，美国霸权和数字革命使其受损

Cohen（1971）和 Kenen（1983）提出国际货币的三种职能，即价值储存、计价单位和交易媒介，并区分了官方部门和私人部门的使用方式（表 1）。IMF 认为，国际货币必须具备三个主要特征：一是自由兑换性，即该货币能及时且方便地被各国买卖兑换。二是普遍接受性，即该货币在外汇市场或者清算市场能被普遍接受。三是相对稳定性，即该货币的币值能

³20 世纪 40 年代，凯恩斯曾提出建立国际货币单位“Bancor”的设想；蒙代尔（1961）提出在美元、欧元、英镑、日元和人民币货币联盟基础上创建 INTOR；Jeffrey（2009）提出建立单一全球货币 Single Global Currency(SGC)；国际货币基金组织创设了特别提款权(SDR)；比特币等加密货币引发了国际关于超主权数字货币的讨论。

够保持相对稳定。

表 1：国际货币三种职能

	官方部门	私人部门
价值存储	国际储备	金融证券/现金
计价单位	汇率挂钩/锚定货币	贸易结算/金融证券定价
交易媒介	外汇干预/最后贷款人	贸易和金融交易的跨境支付

资料来源：Cohen, Kenen

一般而言，一种货币在计价和交易中使用越多，更利于提高其在储备货币中的占比，**储备货币是国际本位货币功能的集中体现**。在全球储备货币份额的决定因素方面，早期各国倾向于选择综合实力更强的国家主权货币，注重国际交易的低成本和便利性。相关经典理论包括网络效应、流动性效应、惯性效应等。近期研究指出，储备货币份额还受金融市场的深度和流动性（Chinn et.，2008）、储备货币汇率（IMF，2021）、储备发行人信誉、储备持有人的交易需求以及经济政策稳定性、透明度和可预测性（IMF，2022）等因素影响。

近年来，越来越多的国家开始将政治经济形势更为稳定可靠的非传统国际货币纳入考虑范围。从国际储备货币的变动趋势看，**减少的美元外汇储备份额转移到非传统国际货币**。在地缘政治紧张、逆全球化趋势加剧、贸易保护主义愈演愈烈的背景下，美元在国际储备货币中的主导地位面临挑战。例如，2022 年以色列央行首次增持加元、澳元、日元和人民币配置，并减少美元和欧元的持有量，以便为新外汇储备腾出空间。IMF（2022）指出，近 20 年间，美元在全球外汇储备中的份额基本呈下降趋势。各国美元储备份额的减少并没有伴随着其他传统储备货币（欧元、日元和英镑）份额的增加，减少的美元储备约有四分之一转移到人民币，其余四分之三则转移到非传统储备货币，包括澳元、加元、瑞典克朗和韩元等。面对单一国际货币的不可持续性，各国央行不约而同地选择储备多元国际货币。

当前，数字革命悄然来临，数字货币、支付生态等高科技业态发展将加速储备货币新格局的到来。Brunnermeier 等（2019）认为，各国推出中央银行数字货币可能会增加这些货币计价的储备需求，使具有高度可信政策框架的小国发行的货币更容易用作储备。市场技术的变化可以降低交易成本并增加非传统国际货币交易的便利性，由于数字货币会根据相关网络 and 用户进行区分，而不是基于宏观经济金融表现，因此数字货币竞争不同于传统货币竞争，成为国际货币体系变革的重要推动力。

（三）“特里芬难题”的内涵不断演变，流动性和币值稳定矛盾仍然存在

近年来，学者研究指出，经常账户版“特里芬难题”⁴存在漏洞，其指出的美元流出渠道过于单一。例如，Bordo 等（2018）认为，世界其他国家并不要求美国维持经常项目赤字

⁴1960 年，罗伯特·特里芬在《黄金与美元危机》一书中指出布雷顿森林体系的内在不稳定性，美元面临着本国国际收支逆差和外国不断累积短期债务的双重威胁。由于持有美元债务的国家有权要求将债务转换为黄金，因此，若美国纠正国际收支逆差，将会降低美元的国际供给，造成世界经济通货紧缩；但若美国维持国际收支逆差，外国积累的短期负债将越来越大，最终可能导致对美国黄金的挤兑，造成国际货币体系的崩溃。

以积累美元储备，也可以通过持有非美国居民的美元债权来储备美元。在当前国际货币体系中，无论是美元的提供方式，还是矛盾的表现形式都有所扩展。但美元发行的私有属性和作为国际货币的公共属性矛盾仍然存在。“特里芬难题”的核心，即为世界提供流动性的同时难以保持币值稳定的困境仍然未得到根本解决。

财政赤字版“特里芬难题”指出，在满足世界对安全资产的需求与维持安全资产发行人的偿付能力之间存在着两难选择。全球对安全资产的需求体现为大量持有美债的需要，而美国超额发行美债则会导致长期财政赤字，这就构成了全球流动性、储备货币短缺与币值不稳定、清偿性不足、美债信用受损之间的矛盾。这主要表现为以下三点：**第一**，新兴市场经济体大量持有美元储备，持续单向资本流动将增加单一国际货币脆弱性。**第二**，美国利用过度特权从外围国家获取铸币税收益，美国获益、外围国家受损的“不公正性”加剧。世界对安全资产的需求助长了美国享有的过度特权。**第三**，临界点模糊不清，国际货币稳定性约束缺乏等问题仍然存在。财政赤字版“特里芬难题”缺乏关于不稳定临界点的界定。

（四）美国货币政策目标内化、外溢与发展中国家的货币原罪

按现代经济学的界定，作为宏观调控政策的组成部分，货币政策承担着推动经济增长、增加就业和保持物价稳定等方面的职责。这是基于一国的经济状况而言，而对跨境使用的币信则通常不在考虑之列。

对于美国而言，其仅关注本国货币政策目标的实现，无法关注美元币值的稳定。德意志银行经济学家曾警告称，美联储专注于经济刺激计划大量印钞而不理会通胀风险的行为，有可能使全球陷入金融危机。居民、外国政府在离岸持有的大量美元及美元储备使得美元本位制度矛盾更加尖锐。

美国货币政策风险外溢性增强，极易传导到外围国家，“三元悖论”转变为“二元悖论”。

第一，美国货币政策外溢效应使外围国家丧失了部分货币和金融自主权。当前，国际金融市场呈现高度全球化和一体化趋势，主要发达国家的货币政策多渠道影响其他国家的金融稳定。外围国家不论采取固定汇率还是浮动汇率，都无法避免受到中心国货币政策和金融周期的影响。一定程度而言，这些外围国家正在丧失货币和金融自主权。伦敦商学院教授 Helene Rey 提出“二元悖论”，即资本自由流动与货币政策独立性不可兼得。如果一个国家开放了资本账户，虽然该国实行浮动汇率制，也只能保证短期利率的独立性，长期利率依然会跟随美国利率而变动。

第二，货币政策传导渠道不断拓展，使浮动汇率无法完全隔绝风险。在全球经济一体化、数字化背景下，除了传统的利率渠道、风险承担渠道、信贷渠道等货币政策传导方式，越来越多的货币政策传导方式，使一国即便采取浮动汇率也无法隔绝相关风险。

第三，“金融恐怖平衡”⁵加剧了发展中国家风险。一方面，美国巨额的资本输出和“双

⁵萨默斯（Lawrence Summers）提出了“金融恐怖平衡”的概念。

赤字”成就了美国作为世界最大市场的地位；另一方面，庞大的商品出口使发展中国家的外汇储备急剧膨胀。在美元主导的国际货币体系下，这些外汇储备又被迫流回美国回购美元资产，弥补了美国财政与经常项目赤字，支撑了美国经济的持续稳定发展。在这种格局下，美国和这些发展中国家相互需要、相互牵连和相互制约，形成了“金融恐怖平衡”态势。对于发展中国家而言，这将导致原有的脆弱性进一步加大，这可能是发展中国家推动本币国际化过程中面临的基础性重大冲击。为了本币国际化坚持经常项目逆差和资本项目顺差，可能会牺牲本国经济增长速度。同时，发展中国家依然无法摆脱货币原罪，在极端情况下，IMF(2022)指出，发展中国家的货币替代效应非常明显，部分发展中国家货币已经失去本国货币流通市场，在拉美地区尤为典型。

二、当前货币国际化面临的现实挑战

（一）传统货币国际化路径不复存在

货币国际化是近现代世界出现的现象，英镑、美元、德国马克、日元等货币国际化历程，均体现了全球化发展、各国实力对比及国际治理规则的变化，一定程度上也是地缘政治格局博弈的产物。

货币国际化均在全球化背景下产生。19 世纪初期，世界全球化迹象加速显现。截至第一次世界大战前夕，世界出口总值已经占世界总收入的 16%-17%。在 1870 年至 1913 年的四十年中，跨国交易几乎没有任何经济限制⁶。英镑凭借自由贸易逐渐取代西班牙银元成为主要的国际货币。20 世纪上半叶，美国凭借两次世界大战对外贸易大幅增加⁷，成为世界最大的债权国，顺利推动美元实现国际化。20 世纪后期，全球化格局发生重大变化，冷战结束与信息通信技术快速发展，推动全球生产组织方式变化和生产分割。德国工业制品需求的强劲增长创造了全球对德国马克的需求，德国成为欧洲最大的贸易顺差国⁸。日本在全球分工中确立优势地位，20 世纪 80 年代对美国贸易顺差大幅扩大，日元国际化受到关注。

货币国际化依托于各国经济、金融、军事以及科技等实力的演变。早在 18 世纪，英国依赖工业革命建立起强大的工业体系，英镑凭借英国经济实力与科技创新力发展成为第一代世界货币。1870 年前后，第二次工业革命开启，美国成为最大受益国，经济实力突飞猛进。两次世界大战重创英国经济，美国成为唯一拥有完整工业生产能力的国家，在工业生产、贸易和金融交易方面占据主导地位，提供世界 50%以上的工业制成品，持有世界 67%以上的黄

⁶例如，至 1879 年，德国 95%的进口货物是免税的。

⁷以 1914 年第一次世界大战爆发初期为例，美国的商品输出额为 23 亿美元，至 1917 年短短 3 年间猛增至 69 亿美元。

⁸在马歇尔计划带动下，德国经济得到复苏和发展，从 1951 年起，西德国际收支盈余达到 8 亿马克。从 1950 年到 1957 年，德国出口翻了两番。1959 年末，德国超过英国成为美国之后的世界第二大出口国。

金储备，美元逐步取代英镑成为主要国际货币。欧洲一体化为战后孱弱的德国注入新鲜的血液，德国马克凭借德国经济实力的上升以及货币稳定性成为仅次于美元的国际货币。20 世纪 70 至 80 年代，日本经济总量一度跃升至全球第二位，为推动日元国际化奠定坚实基础。

货币国际化伴随着国际治理规则的变化。英镑真正成为国际货币是在金本位制度下，通过规定英镑与黄金比价在世界市场流通，实现自由兑换。美元替代英镑成为世界货币经历了漫长的 50 年，依赖于布雷顿森林体系的建立。实际上，1894 年美国 GDP 已居世界首位，但直到 1945 年布雷顿森林体系建立，美元同黄金挂钩，其他国家的货币同黄金脱钩，才真正建立美元霸权，完全超越英镑。1973 年布雷顿森林体系瓦解，牙买加体系的形成在一定程度上撼动美元的国际货币地位，欧元、日元等货币成为各国储备货币的新选择，“一超多强”的局面逐渐形成。

本币国际化外部条件发生改变，传统的货币国际化路径不复存在。在美元取代英镑，到德国马克、日元在国际使用地位的提升，以致当今国际货币体系以美元为主、欧元、英镑、日元等多种货币并存的发展历程中，全球化经贸格局是背景，各国综合国力变化是重要原因，布雷顿森林体系、牙买加协定等制度规则发挥重要作用。现如今，全球多边经贸关系已经发生深刻变化。一些国家强行推动的贸易保护措施以及产业链脱钩、“友岸外包”等措施对各国之间的合作关系产生重要影响，这种变化是对二战以来全球化以及国际治理规则的重大调整而非既有路径的延续。全球经贸格局正经历全球一体化向逆全球化、区域化发展的演变，传统国际货币体系及国际货币的生存空间发生变化，同时新生国际货币的生态环境也随之改变。

（二）新兴货币国际化的发展与挤压

逆全球化趋势下区域经贸合作的重要性上升，新兴货币国际化存在发展机遇。当前，地缘政治冲突加剧，美国等西方国家制裁日趋严厉，区域经济发展的重要性逐渐上升。区域经贸合作中，各国逐步倾向于使用新兴货币替代美元进行计价支付。例如，“一带一路”合作、金砖国家扩容、中阿峰会开始探讨油气使用人民币结算的可能性等。在此背景下，新兴货币发挥部分国际化货币的功能，美元作为国际储备货币的占比有所下降。2022 年第三季度，美元货币国际储备占比较 1999 年第一季度降低 11.4 个百分点；欧元、英镑、人民币等其他货币储备占比均有所提升（图 1）。

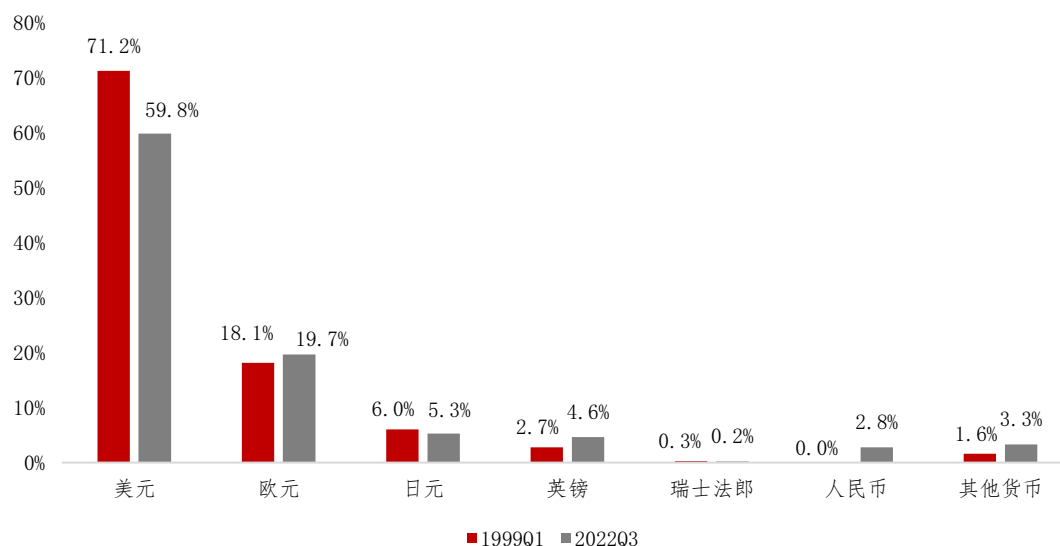


图 1：不同货币国际储备占比（%）

资料来源：IMF

新兴国际货币发展空间受限，逆全球化与地缘风险为重要影响因素。19 世纪初期，全球化进程加快，近乎零关税的贸易政策推动各国贸易往来，在国际贸易中具有绝对优势的国家主权货币迅速在全球范围内流通，占据国际货币体系主导地位。当前，逆全球化阻碍国家之间的贸易、投资、货币与金融联系，增加了世界经济增长与运行的不确定性，新兴货币国际化发展空间受到挤压，更多局限于特定的国家间或区域间，很难实现全球化使用，特别是货币职能延展的国际空间会明显受到地缘政治的影响。例如，一些国家有意避开对特定货币储备资产的配置。此外，以单一币种为主导的国际货币体系不稳定性日益凸显，各国国际储备货币币种更趋分散，新兴货币国际化进程更为艰难。

三、推动本币国际化的考量因素

在推动人民币国际化过程中，有必要厘清本币国际化的收益、成本、货币职能及驱动因素等重要问题。

（一）本币国际化的收益

本币国际化有利于降低交易成本。两国经济主体间开展贸易，如果使用第三国货币进行计价结算，交易过程至少需要完成两次汇兑。如果使用其中一方货币计价结算，则能有效降低交易成本。对出口企业而言，使用本币计价结算可规避汇率风险，特别在订单签订与付款存在较长时间间隔的情况下能够发挥重要避险作用。20 世纪 70 年代，日本的出口产品竞争力不断提升，日资企业加大了国际贸易中通过日元进行计价结算的比例。日元计价结算大大降低了出口商交易成本，对推动日本的国际贸易、特别是与东南亚国家的出口贸易发挥重要作用。作为小型开放经济体，韩国的对外贸易中很少以韩元作为计价结算货币，这极大增加

了韩国出口企业在汇率大幅波动下的脆弱性风险⁹。本币国际化降低交易成本的作用还体现在减少储备资产，特别是外汇储备持有规模方面。作为“中心”货币发行国，其货币具有较强的支付能力，只需要持有部分黄金维持币信¹⁰。

本币国际化能产生铸币税收益。狭义上，铸币税主要指货币的名义价值与（生产）成本间的差值。在信用货币制度下，纸币的生产成本可忽略不计，主要成本源于向持有方支付的利息。本币国际化的铸币税效应可具体分为以下两种情况。

第一，非居民持有国际化货币现金产生的铸币税收益。现金是一国中央银行的无成本负债。非居民以现金形式持有大量国际化货币，相当于为货币发行国提供了零成本资金来源。持有现金的机会成本形成了货币发行国的铸币税收益¹¹。非居民持有现金的规模越大，铸币税效应越突出¹²。

第二，非居民持有以国际化货币计价的金融资产产生的铸币税收益。考虑到持有现金会带来机会成本，多数非居民会配置国际化货币计价的“安全资产”。非居民部门的超额需求会抬升金融资产价格、降低融资成本，使货币发行国享受低于封闭经济环境下均衡利率的“融资折价”。美国国债是全球体量最大的“安全资产”。美国国债的铸币税效应集中体现在超额需求驱动下形成的“融资折价”为美国带来的成本节约效应¹³。铸币税收益使主要货币发行国对外负债成本低于对外资产收益¹⁴，经常项目初次收入长期保持高额顺差。二战以来，只有美国在持续经历国际收支逆差时，不用降低进口、提高利率吸引外国资本¹⁵。作为国际货币，美元铸币税效应使其长期通过低成本为经常账户逆差、财政赤字进行融资；同时，

⁹2003 年至 2007 年，韩元较美元走强，市场普遍做空美元/韩元汇率的远期合约。2007 年，韩国造船企业因接到大量生产订单，加大了做空远期合约的力度。同时，韩国居民提高了投资海外证券市场的力度，进一步加大远期合约抛压。作为外汇远期交易的主要交易对手，韩国商业银行不得不大量拆入美元对冲风险，导致美元短期外债激增，风险释放。韩国出口企业还会通过与商业银行大量开展外汇期权业务规避风险，主要采取“对敲策略”。该策略在汇率波动在一定区间内都能形成盈利。2008 年，美元/韩元汇率大幅波动，导致出口企业巨额亏损。

¹⁰2021 年末，美国、欧元区、日本和英国对外资产总和达 100.9 万亿美元，而储备资产规模为 3.5 万亿美元，占比为 3.5%。同期，代表性“外围”国家和地区对外资产总和达 57.55 万亿美元，储备资产 10.74 万亿美元，占比为 18.7%。在美国、欧元区、日本和英国的储备资产结构中，黄金储备占比达 33.3%。而“外围”国家和地区黄金储备占比仅为 5.5%，外汇储备占比在 90%以上。

¹¹Cohen (2011) 研究表明，2005 年美国非居民持有约 4500 亿美元现金，如果以 4%的机会成本计算，当年美国的铸币税收益为 180 亿美元。

¹²在主要国际货币中，美元和欧元能获得十分可观现金铸币税收益。人民币现金铸币税收益不高，主要在与周边国家和地区的边贸交易中形成。

¹³Warnock (2009) 研究表明，在非居民超额需求的驱动下，2008 年美国国债收益率较均衡利率低 80 基点，相当于 1500 亿美元铸币税效应。

¹⁴Gourichas & Rey (2005) 研究表明，在大量铸币税收入的影响下，美国对外资产收益率较对外负债付息率高 300 多基点。部分学者认为，主要货币发行国的对外资产负债配置类似于银行，负债端吸收短期低成本资金，而资产端进行长期（股权）投资，形成稳定的期限和风险溢价。

¹⁵法国称其“嚣张的特权”。长期的铸币税使美元和其他货币间打破利率平价。

通过期限错配对海外进行长期（股权）投资赚取超额收益。

本币国际化有助于提升政治影响力。当本国货币被越来越多的国家和地区使用时，一国政府通过制定货币国际化的具体规则（如资本项目、经常项目的具体开放政策），控制货币运行的重要基础设施（如账户、支付清算和报文系统），可将本币作为“武器”，实现特定政治目的。凭借美元在全球的重要地位，美国成为全球实施金融制裁数量最多、力度最大的国家。在美国对外金融制裁框架中，既有完全阻断美元使用的特别指定国民清单（SDN），限制美元融资的行业制裁识别清单（SSI），冻结美元储备资产的非 SDN 菜单式制裁清单（NS-MBS），也包括将金融机构从 SWIFT 踢出、代理行通汇账户（CAPTA）等涉及金融基础设施的制裁。除美国外，欧盟、英国、日本以及瑞士也都有基于本币的对外金融制裁体系，但上述国家和地区的对外制裁力度均远不及美国。货币国际化对于推动区域合作和政治经济一体化具有重要意义。欧元的诞生对促进欧洲的政治经济一体化进程发挥了重要作用，欧盟委员会将欧元国际化作为实现经济和金融战略自主的重要支柱¹⁶。

外贸企业、国际化程度较高银行往往是本币国际化的主要受益者。货币国际化对外贸企业带来的好处主要体现在降低资产负债货币错配风险，降低套期保值成本。银行从本币国际化中受益的逻辑体现为：银行拥有大量的本币资金来源，作为最重要的资金供给者，在本币国际化过程中往往能够较快的业务增长，获得丰厚回报¹⁷。例如，雷亚尔在拉美地区国际化带动伊塔乌（Itaú）银行信贷的增长，同时降低了业务开展中的货币错配和流动性风险。当然，当国际货币计价的金融资产成为安全资产时，通过其筹集资金能够降低融资成本。2008 年金融危机前，美元存款是全球储备资产的重要组成部分，也成为国际大型银行重要的低成本资金来源¹⁸，随着 2008 年银行业危机的爆发，银行存款形式的储备规模呈下降趋势。

（二）本币国际化的成本

本币国际化不仅能产生降低交易成本，提升政治影响力等方面的收益，也会产生一系列的成本。

本币国际化推动形成庞大的离岸市场，提高宏观调控的难度。根据蒙代尔提出的“不可能三角”理论，固定汇率制度、资本自由流动和货币政策独立性三者不能兼顾。货币国际化拓宽了居民和非居民交易本币金融资产的渠道范围，外部交易定价可能对本国币值定价产生反作用，往往与本国调控政策意图相反，提高了货币当局调控短期利率和货币总量的难度。历史上，部分国家从维护宏观调控效果的角度出发，主动放慢甚至放弃本币国际化进程。德意志中央银行和瑞士国民银行均认为，德国马克和瑞士法郎的过度国际化，会形成较大规模的离岸市场，加剧货币需求的不稳定性，从而降低政策调控的可测性和可控性，提供货币政

¹⁶EU's Economic and Financial Strategic Autonomy: One Year After the Commission's Communication.

¹⁷Orsi (2022)。

¹⁸Aizerman etc. (2015) International Reserve before and after the Global Financial Crisis: Is There No End to Hoarding?

策调控难度。美元也拥有规模庞大的离岸市场，离岸美元跨境流动会对在岸市场货币供给、市场利率带来冲击¹⁹。

本币国际化会提高跨境资金流动的复杂性，加剧投机套利资金对金融稳定冲击。非居民配置“中心”货币金融资产和“外围”货币金融资产的动机存在明显差异。前者出于安全资产配置需要，后者主要基于投机套利目标。在全球金融条件收紧时，“中心”货币计价的安全资产需求将提高，而“外围”货币计价的金融资产面临抛压，跨境资金由“外围”货币国家流向“中心”货币国家。“中心”货币国家面临资金大幅流入、通胀压力高企等压力；而“外围”货币国家则面临资本外流，资产价格暴跌，外债压力加大等冲击。20 世纪 90 年代，拉美国家加快了金融自由化步伐，通过资本项目开放大量引入外资。拉美国家货币计价的金融资产成为国际投机资金配置的重要标的。随着全球流动性的收紧，拉美国家的国际收支被短期外逃资金左右，经济金融体系遭受严重打击。在讨论新加坡元国际化问题的过程中，新加坡货币当局认为，作为小型开放经济体，新加坡应对外部冲击的能力有限。如果新加坡元成为国际货币，政府汇率调控效果将大打折扣，新加坡元将遭受国际投机资金的狙击。

本币国际化可能陷入“特里芬难题”，造成主权货币币信下降。随着布雷顿森林体系的瓦解，各国资本账户逐渐由管制走向开放，固定汇率逐步被浮动汇率取代，私人资金在全球资本流动中发挥着更加重要的作用，“特里芬难题”也有了新内涵。“特里芬难题”本质是“中心”货币发行国持续提供国际储备安全资产与维持安全资产本身安全性之间存在无法调和的矛盾。美元是主要储备货币中陷入“特里芬难题”特征最突出的货币。1999 至 2022 年，全球美元计价的外汇储备资产由 9798 亿美元增至 64173 亿美元，增幅达 5.5 倍。同期，美国经常账户/GDP、财政盈余/GDP 平均值分别为-3.4%和-4.3%。美元储备增速与经常账户逆差程度具有较高相关性（图 2）。与美国类似，面临“特里芬难题”的货币还有英镑，2000 年至 2022 年，英国经常账户/GDP、财政盈余/GDP 比值分别为-3.1%和-4.7%。

与美元和英镑不同，欧元区和日本没有形成持续经常账户逆差，日本主要通过加大对外直接投资、证券投资和其他投资向外输出流动性。欧元区主要成员国的国际收支结构存在差异，加总后基本保持对外资产负债平衡。德国与日本类似，拥有大量对外净资产，经常项目长期保持顺差。法国则积累了较大规模的对外净负债。陷入“特里芬难题”的国家，如美国 and 英国，除面临币信持续下降问题外，还呈现出“产业空心化”特征，即将能够产生经常账户顺差的制造业产能外迁，发展有利于吸引跨境资本流入的金融服务业。

¹⁹ 离岸美元信用/在岸美元信用之比由 2008 年末的 16.6% 升至新冠疫情爆发前的 23.0%。2021 年末，离岸美元信用规模达到 13.4 万亿美元的历史高点。

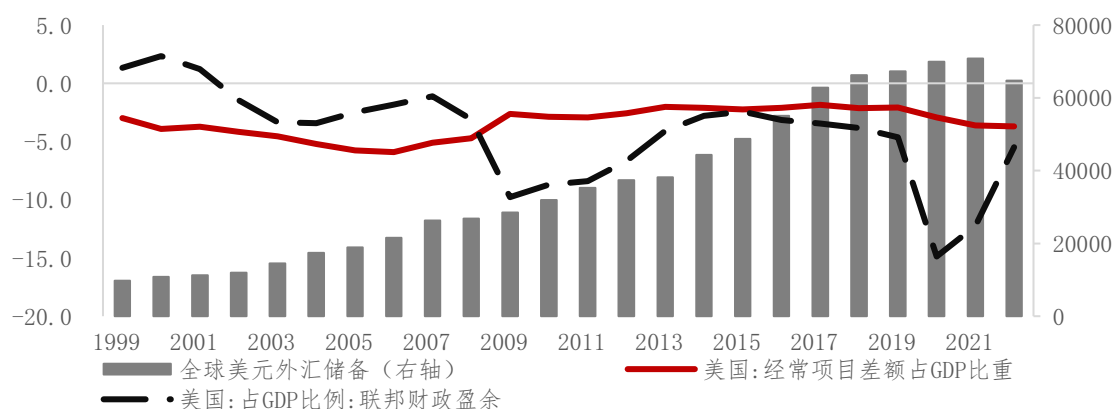


图 2：美国经常账户、财政盈余与全球美元储备（亿美元）

资料来源：Wind

（三）国际货币职能分布特点及驱动因素分析

国际货币是货币突破发行国地域限制，在国际市场上发挥货币职能，是货币国内职能在国外的拓展。受经济实力、对外经贸关系、宏观调控及监管政策设计、金融市场广度和深度以及地缘政治格局变化等因素的影响，主要国际货币的各项职能发挥存在非对称特征。

1. 分布特征

美元是国际货币功能发挥最全面的货币，美元在储备货币和投融资货币方面的职能发挥最为充分。2022 年，美元在全球储备货币的份额达到 58.4%；跨境银行信贷和国际债券份额分别为 54.6%和 63.9%；支付结算货币份额在 40%左右（表 2）。美元储备货币、投融资功能发挥充分，主要依托极具深度的金融市场、庞大的离岸美元体系、较高的对外开放程度，以及严格的产权保护制度²⁰。

表 2：主要货币国际职能表现²¹（%）

	支付结算		投融资		储备货币
	支付结算	外汇交易	国际债券	跨境银行贷款	
美元	41.3	44.3	63.9	54.6	58.4
欧元	35.7	15.3	23.9	25.8	20.5
日元	2.8	8.4	2.9	3.7	5.5
英镑	6.5	6.5	3.7	5.8	5.0
人民币	2.3	3.5	1.4	-	2.7

资料来源：SWIFT, BIS

布雷顿森林体系解体以来，美国持续性出现经常账户逆差，逐渐成为全球最大的贸易赤字国，美元不同货币职能份额也开始出现分化。美元贸易结算份额最先出现趋势性下降，特

²⁰Fed (2021) The International Role of the U.S. Dollar.

²¹支付结算为 SWIFT 全球支付结算份额占比（2022 年月度平均值）；交易为 BIS 全球外汇交易占比（2022 年 4 月，每三年一次统计，合计份额为 200%，这里除以 2 后计算份额）；国际债券为 BIS 国际债券计价货币占比（2021 年末）；跨境银行债权是 BIS 银行跨境信贷占比（2021 年末）；储备为全球可识别外汇储备占比（2022 年末）。

别是在欧元区、亚太及北非地区²²。2021 年末，美元在欧洲地区的出口计价结算份额仅为 23.1%。美国的持续经常账户逆差虽然弱化了美元的计价结算功能，但却强化了美元的投融资和储备货币职能。美元投融资功能发挥更为稳定，基本维持在 60%左右，受美元整体走强、离岸美元体系规模不断扩张等因素的影响下，美元跨境信贷和国际债券份额近年来呈上升趋势。

1980-2000 年间，美元储备资产份额一直保持在 60%至 70%之间，1999 年达到阶段性最高的 71%。本世纪以来，随着欧元的崛起和部分新兴货币国际化的快速发展，美元储备货币份额呈下降趋势。2015 年以来，随着去全球化趋势加剧和地缘政治风险的提高，美元的储备资产份额出现快速下降。尽管如此，2022 年美元储备资产份额仍能达到 58%。

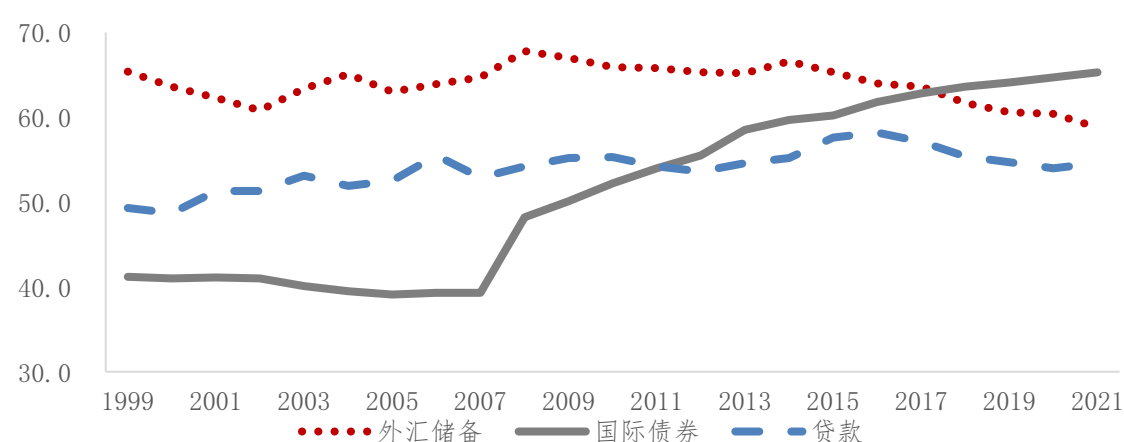


图 3：美元储备资产和投融资职能份额 (%)

资料来源：ECB

欧元的支付结算、投融资功能发挥较为突出，储备货币职能发挥不充分²³。欧元具有区域国际化的特征。欧元支付结算比例较高与欧洲外贸企业在全价值链中的地位，以及欧元计价对进出口产生的非对称汇率传递效应密切相关²⁴。2021 年，欧元区出口与进口商品中欧元计价结算占比分别为 59.7%和 51.3%。欧元在国际贷款领域份额的提高源自欧洲金融机构具有较高的国际化水平。2021 年末，欧元在跨境贷款中的占比达到 25.8%，较 1999 年提高了 8.9 个百分点。欧元区国债市场的广度和深度不足，具有市场分割的特征。在经历主权债务危机后，其国债资产的安全性更加受到质疑。欧元区对外收支结构较为均衡，持续输出“安全资产”能力不及美国，这些都限制了欧元的储备资产功能发挥。

俄乌冲突爆发后，美欧对俄罗斯实施大规模金融制裁措施，冻结俄罗斯的美元和欧元外汇储备，将俄罗斯重要银行踢出 SWIFT 系统。作为反制措施，俄罗斯出台了能源出口卢布结算令。上述行为加速了部分国家和地区的储备资产“去欧元化”进程。2021 年末，欧元在全

²² Adler etc. (2020)。

²³ ECB (2022)：The International Role of the Euro。

²⁴ 以欧元计价能够提高欧元贬值对出口的拉动效应，降低贬值对进口成本的拉升作用。

球储备资产的份额约为 20%。

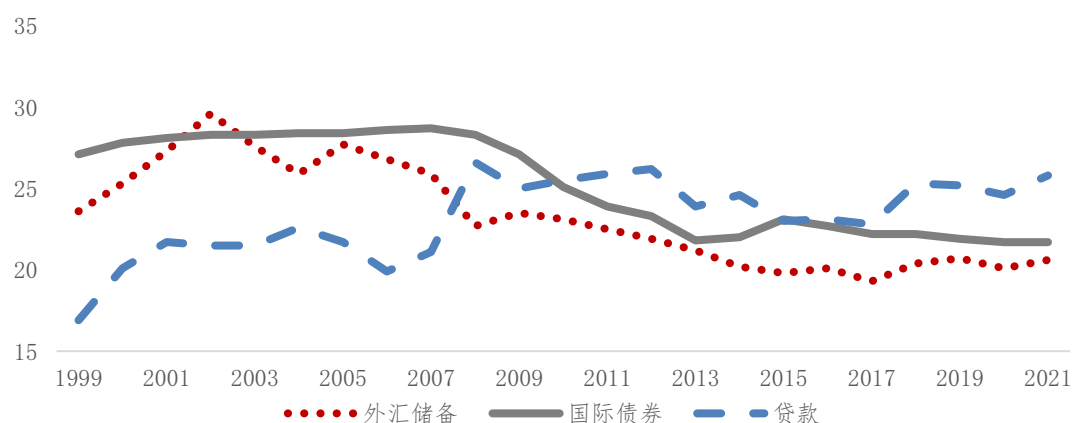


图 4：欧元储备资产和投融资职能份额（%）

资料来源：ECB

日元的支付结算和储备货币功能份额相对较高，投融资功能衰退较为明显。日元国际化具有区域性特征，其覆盖区域主要由与东南亚地区的经贸活动支撑。目前，日元在支付结算和储备货币的功能份额较高（高于 5%），投融资功能份额相对较低。20 世纪 70-90 年代是日元国际化推进较快的阶段。这一阶段，日元的支付结算功能发展最为迅速，特别是在对外出口方面。1970 年至 1990 年，日本对全球出口中用日元计价结算的份额由 0.9% 升至 37.5%；日本从全球进口中用日元计价结算的份额由 0.3% 升至 14.5%²⁵。日元支付结算功能的强化是自身经济实力，特别是在全球贸易体系中地位不断上升的自然产物。进出口通过本币计价结算份额的差异性，主要由相关成本汇率传递效应决定。同期，日本政府试图推动日元成为功能更为全面的国际货币，通过加大对外开放、推动金融监管放松等政策强化日元的投融资和储备货币功能。1975 年至 1991 年，日元国际债券份额由 0.4% 升至 12.9%，跨境贷款份额由 2.2% 升至 11.6%，储备资产份额由 0.5% 升至 9.1%。投融资和储备资产功能份额增幅均不及支付结算，但增速整体较快。由于过快推动金融自由化，日本金融泡沫快速积累并最终酿成危机，经济增速大幅放缓，日元国际化进程显著放缓。

²⁵1988 年，美国、德国、法国、英国和意大利出口中本币计价份额分别达到 96%、81.5%、58.5%、57% 和 38%；进口中本币计价份额分别达到 85%、52.6%、48.9%、40.0% 和 27%。

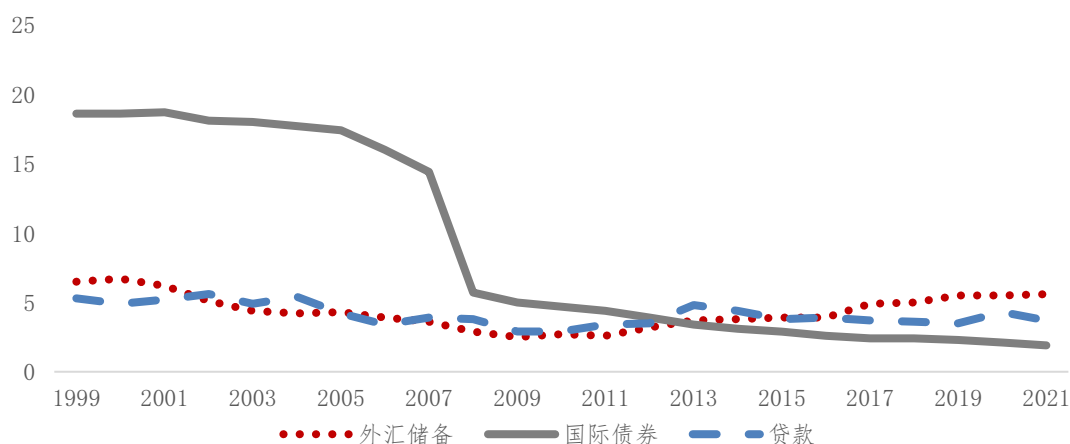


图 5：日元储备资产和投融资职能份额（%）

资料来源：ECB

整体来看，交易媒介、投融资和储备货币三种职能的演化发展有部分共同的驱动力量，如货币发行国的经济体量、金融实力等，也有一些独特的影响因素。这些独特影响因素导致了国际货币不同职能间呈现出非平衡发展特征。

2. 驱动因素

对支付结算功能，本国企业在全球价值链中的地位将成为重要影响因素。出口产品差异性越大、竞争力越强，出口贸易进行本币计价和结算的话语权就越高；进口产品依赖度越低、集中度越低，进口贸易进行本币计价和结算的话语权就越高。汇率波动对进口和出口的价格和数量传递效应成为重要的影响因素。支付结算功能通过提高本国在全球价值链中的地位，增强外贸企业的定价权能够稳步提升，并保持在相对稳定水平。支付结算功能是新兴货币演变成为国际货币的根基，具有较强可控性。目前，从国际货币体系格局来看，美元和欧元在支付结算功能上的合计份额最低。

对投融资功能，本币所处金融周期（即利率和汇率走势变化情况）、本国金融市场的广度和深度（包括离岸市场）以金融体系对外开放程度，将对投融资功能产生重要影响。作为促进对外开放的重要媒介，本币发行国企业和金融机构国际化程度也成为影响投融资功能的关键要素。投融资功能的提升需要以支付结算功能为支撑，但更多出于交易主体的市场化选择，可控程度相对不高。对外开放能够在短期推动投融资功能快速提升，但金融安全隐患也应引起高度重视。特别是，当本币计价资产尚未成为全球公认的“安全资产”时，推动本币投融资功能的强化将加大遭受外部冲击的风险。

对储备货币功能，其与投融资功能相比最大差别在于投资主体由私人部门变为官方机构，各国政府在储备资产投资决策过程中需要重点考量资产的安全性。其中，既包括安全资产本身的信用基础，也要全面考量与安全资产提供国之间的地缘政治关系。作为货币国际化职能演进的最高阶段，储备货币职能能够获得最大的铸币税收益，但不可控性最高。充当储备货币需要考虑如何解决“特里芬难题”，即如何在向全球提供安全资产的同时，保证金融

资产的安全性。

表 3：货币国际职能决定因素分析

职能	影响因素分析
支付结算	共性因素：经济体量、金融实力等 特殊因素：1.企业在全球价值链的地位 2.汇率波动对进出口的传递效果 3.外汇市场广度和深度，套期保值成本 4.交易惯性
投融资	共性因素：经济体量、金融实力等 特殊因素：1.本币金融周期 2.国内企业和金融机构国际化程度 3.对外开放程度 4.离岸市场规模
储备资产	共性因素：经济体量、金融实力等 特殊因素：1.地缘政治因素 2.金融市场广度和深度 3.全球安全资产提供方式（特里芬难题）

资料来源：作者根据公开资料整理

从货币国际化进程看，在不同时期三种职能演进可以不同步。职能分离说明本币国际化并没有一种统一的模式，不同职能推进有所侧重是可行的。

四、人民币国际化面临的多重瓶颈

人民币国际化是中国经济发展、市场演进和历史发展的结果。人民币国际化应当走独具中国特色的发展之路，如果停留在传统货币国际化的理论与观念之中，将付出巨大成本并面临多重发展瓶颈。

（一）国际货币惯性阻碍人民币国际化进程

国际货币惯性理论指出，当一种货币被广泛用于贸易结算或金融资产计价时，市场主体就会对该种货币形成选择惯性，更换结算货币将面临巨大的货币转换成本。美元作为国际主导货币仍存在自布雷顿森林体系遗留下来的货币惯性。例如，尽管美国贸易份额仅占全球贸易的十分之一左右，但约 50%以上的国际贸易均以美元计价；在所有跨境贷款和国际债务证券中，超过一半以上以美元计价²⁶；在现货、远期和掉期市场中，至少 85%的交易以美元为交易标的（图 6）。即便出现新兴国际货币，市场短期内更换交易货币的可能性较小。

²⁶数据来源于 2022 年 12 月 BIS 发布的《BIS Quarterly Review》。

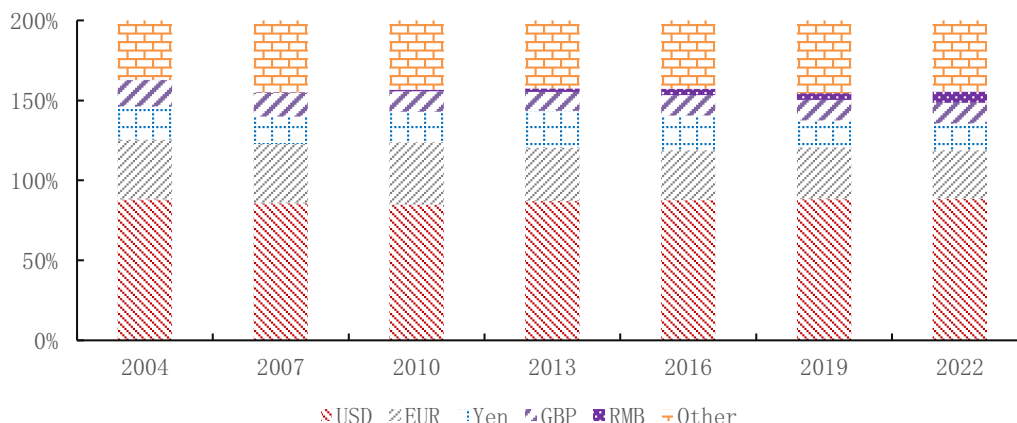


图 6：部分国际货币外汇交易占比²⁷

资料来源：BIS Triennial Central Bank Survey

（二）受限于西方国家主导的多边治理规则，我国国际话语权较低

全球国际金融话语权配置极不均衡²⁸，以美国为首的西方发达国家占据主流和强势地位，国际货币基金组织、国际清算银行等国际金融机构的实质主导权仍掌握在西方发达国家手中，SWIFT 也逐渐成为西方国家的“制裁武器”。我国作为世界第二大经济体，其世界银行和 IMF 的投票权仅有 5.7% 和 6.4%，而美国在上述两个机构的投票权均在 15% 以上，且对于国际规则制定和事务决策具有一票否决权。在西方国家主导的多边治理规则下，我国缺乏国际舆论引导力，只能被动接受国际金融相关制度安排，人民币国际化推动进程更加艰难。

（三）以收益率为决定因素，人民币国际化难以取得实效

由收益率决定的货币国际化只能是单边形式。过去较长一段时期，人民币在全球主要货币中仍处于高息货币，利率较高引致资本单向流入国内市场。同时，国内市场的外汇交易主要基于供需原则，人民币汇率容易出现单边升值；外汇交易市场参与主体以银行和财务公司为主，风险偏好相同，容易形成单边市场。此外，中国长期经常账户顺差以及发展相对落后的金融市场，导致人民币缺乏足够直接有效的境外输出渠道，人民币国际化难以取得实效。

（四）国内企业与金融机构竞争力相对较弱

在逆全球化背景下，相对于资本账户开放，提升实体经济竞争力对人民币国际化的意义更为重要。一方面，中国外贸发展方式主要以量取胜、以价取胜，缺乏非价格竞争力和产品定价权。中国制造业依然处于价值链低端，与制造强国的差距较为明显。2018 年，中国制造业出口增加值率为 42.91%，而美国、日本等发达国家这一比值均超过 50%²⁹。另一方面，我国金融市场主体竞争力较弱。随着金融自由化发展，我国金融机构数量不断增多，但整体规

²⁷ 由于每笔交易涉及两种货币，因此以不同货币计算的份额总额为 200%。

²⁸ 国际金融话语权可以分为一国货币对国际贸易标的物的定价权和一国政府对国际金融事务、国际金融事件的定义权，对国际金融标准的制订权、对重大国际金融议题的设置权和审定权以及对国际金融活动中是非曲直的评议权、裁判权。

²⁹ 数据来源于 UIBE GVC，更新至 2018 年。

模偏小，盈利模式同质化现象严重，金融机构整体运行机制和风险管理能力与发达国家存在较大差距。

五、人民币国际化有限职能选择与发展路径

在当前地缘政治格局下，主权国家的价值与根基不会改变，超主权货币难以实现，国际货币体系将呈现多主权货币并存局面。近年来，我国金融改革与开放加速推进，人民币国际化发展体现了相关政策影响，并呈现出一些特征。但是，我们应当客观看待人民币国际化进程，权衡职能选择，科学谋划未来发展路径。

有限国际货币职能可以一定程度上缓释“特里芬难题”。在货币国际化过程中，国际货币职能不必同期并进。如果“让渡”部分国际货币职能，设定阶段性目标，暂不谋求成为美元式全职能货币，可以有效缓释甚至避免“特里芬难题”的系统性矛盾。

第一，灵活调整国际收支结构，无需承担巨额逆差成本。当一国货币承担结算与交易功能，发行国经常项目或资本项目不需要长期保持大规模逆差，以维持流动性稳定输出渠道。在不同国际收支项目下，货币资金可以有进有出，甚至实现基本平衡。当然，各项货币职能相互作用，“让渡”并非完全抑制甚至否定其他货币职能，只是考虑阶段推进重点为结算与交易职能，保证货币使用与需求的真实性。

第二，完全自由兑换不构成必要条件，货币政策独立性得以保持。对于大型经济体，政策独立自主尤为重要，资本自由流动问题也更加复杂。如果一国货币主要承担结算与交易职能，部分承担投融资职能等其他职能，货币发行国可以在金融适度开放基础上，维持本币先流动、后兑换的特殊安排，保持货币政策独立性，减轻在岸与离岸分化矛盾以及汇率过度波动风险。在发展过程中可以立足货币发行国实际与外部环境进行动态调整，防范可能出现的系统性风险。

第三，通过特殊制度安排，有限承担流动性供给职能。一国货币成为国际货币，需要为全球提供流动性。随着该货币三项国际职能逐步拓展，全球流动性需求不断扩张，并呈现非线性趋势。其中，支付结算等职能聚焦实体交易的流动性需求较低，投融资、计价以及储备等聚焦金融交易的流动性需求巨大。如果该货币主要承担结算与交易职能，部分承担其他职能，其流动性供给责任将相对有限，并可以通过一些制度性安排灵活实现。例如，在可控条件下，以双边货币互换、区域流动性安排等“或有”流动性供给方式，代替他国主体实际持有大规模该货币外汇储备。这将有效减轻货币发行国为全球提供公共产品所承担的责任与风险。

由于全球经济金融格局及地缘风险的变化，人民币国际化面临着更加复杂的变局。**人民币国际化要保持“有序”节奏，以国情为基础，把握新机遇，拓展新空间，走出中国特色货币国际化道路。**

第一，过快地推动本币国际化，有可能放大不利因素，导致本币国际化干扰本国经济提升之路。日元国际化历程就是典型的反面案例，特别是过快地推动投融资和储备货币功能发挥。20 世纪 80 年代，随着日本经济快速发展，国际市场对日元需求显著增加。日本政府积极推动日元国际化，加快外汇改革与日元自由兑换步伐，设立东京离岸金融市场，推动日元成为主要货币。但是广场协议后，日本经济长期低迷，日元汇率大幅波动，金融体系遭遇巨大冲击。当前，日元国际化程度相较于 20 世纪 90 年代初的鼎盛时期不但没有提高，反而出现停滞与倒退。日本经济也出现多年的衰退。本币国际化要顺势而为，有序推进，评估关注不同货币职能带来的收益和成本，以货币国际化促进实体经济和金融体系的高质量发展。

第二，回归货币价值本源，避免走美元老路，有序推进人民币国际货币职能。人民币国际化不能简单硬搬其他主要货币国际化经验，要立足经济发展大局和长期增长动能，合理设计符合自身利益的发展路径。在地缘政治格局下，主权国家的价值与根基不会改变，超主权货币难以实现，随着美元币信削弱，国际货币体系将维持多主权货币并存局面。人民币要避免美元式态度与发展模式，尊重并深化与外国合作，夯实国际公信力。同时，人民币国际化要不忘初心，更多强调结算交易职能，兼顾部分投融资与计价职能，有限承担国际储备职能，在保障自身利益与政策独立性的同时，为全球提供有限公共产品。

第三，利用地缘政治创造的区域空间塑造新的国际化货币空间。地缘政治冲突导致区域经贸合作重要性增加，其不仅深化了区域间经贸合作，还塑造了新的国际化货币空间。人民币国际化应把握货币区域化的发展机遇，积极推动与经贸合作伙伴间的本币结算，增加人民币使用惯性。同时，金砖国家合作是人民币国际化的重要渠道。金砖国家之间互补性强，同时具备较大的消费市场、较强的制造力以及丰富的自然资源，未来经贸发展空间广阔。人民币国际化应当依托金砖国家合作机制，制定可靠的国际结算替代机制，建立应急储备安排，为人民币稳步迈向国际化奠定基础。

第四，通过在低碳金融新领域寻求竞争动力，推动国际金融体系的变革和完善。绿色金融已成为高质量发展的内在要求。我国绿色金融发展迅速，本外币绿色贷款余额、绿色债券存量规模均居全球前列，人民币国际化应当依托绿色金融发展优势。我国新能源产业在生产规模、制造技术、成本竞争力等方面有明显的竞争力，以新能源产业为切入点，积极推进新能源项目和新能源金融领域的国际合作，培育并增强我国在新能源领域的金融竞争力，不断丰富绿色金融债券、“碳账户”以及绿色主题类理财等各类绿色金融产品供给，提升绿色金融标准，构建“新能源-人民币”新环流，推动人民币国际使用。

第五，以金融科技发展探索面向未来的、公平的、可持续的国际货币体系和可信赖的公共产品。在人民币国际化发展路径中，我们应当清晰地认识到，人民币国际化既不能以完全取代美元为目标，也不能过度承担公共产品的职责。金融科技能够带来新的国际金融公共产品，数字货币和新金融基础设施或将重塑全球金融治理机制、全球跨境支付体系，并引发全球金融治理体系的重大变革。我国应积极推动、领导数字货币跨境使用探索，为数字人民币

国际化铺路。抓住美国推出数字美元的迟疑期，并带领新兴经济体数字货币跨境使用，掌握相关国际规则制定的主导权，探索面向未来、公平、可持续的国际货币体系和可信赖的公共产品。



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