



2023 年 4 月 12 日

多国增加人民币结算，理解货币体系重构

——专题

二〇二三年度

瞿新荣

投资咨询从业资格号：Z0018524

qxinrong027@gtjas.com

报告导读：

2023 年以来世界多国宣布增加人民币贸易结算。人民币贸易结算背后代表中国经济的崛起，同时也是对美元结算体系的反抗。人民币支付结算体系的发展有利于国际贸易与支付结算安全，同时也有利于发展中国家绕开美元，更好实现经济发展与自治。要深刻理解全球货币多极化对商品资产的影响，以美元为支撑的金融虚拟资产将承受压力，黄金及实物资产将重回“硬通货”。

国泰君安期货研究所

目录

1. 为什么发生全球“去美元化”？	3
2. 谁将成为货币体系多极化未来？	4
3. 人民币国际化影响是什么？	5

(正文)

3月，巴西对外宣布与中国直接以本币进行贸易结算，取消使用美元作为中间货币。同年2月伊拉克央行宣布，允许在对华贸易中使用人民币结算。同期东盟各国财政部长和央行行长在印度尼西亚会议上讨论如何逐渐转向本币结算，减少在金融交易中对美元、欧元以及日元等货币的依赖。2023年以来人民币在国际舞台上出现的机会越来越多，一方面显示发展中国家旨在缓解美元短缺，增加外汇可及性；同时也间接显示美元霸权的衰落和对中国经济发展的信心。

为什么一些国家在逐渐出现“去美元化”？谁将成为货币结算多元化的未来？在国际贸易中使用本币结算有什么好处？人民币国际化对中国及世界经济影响是什么？

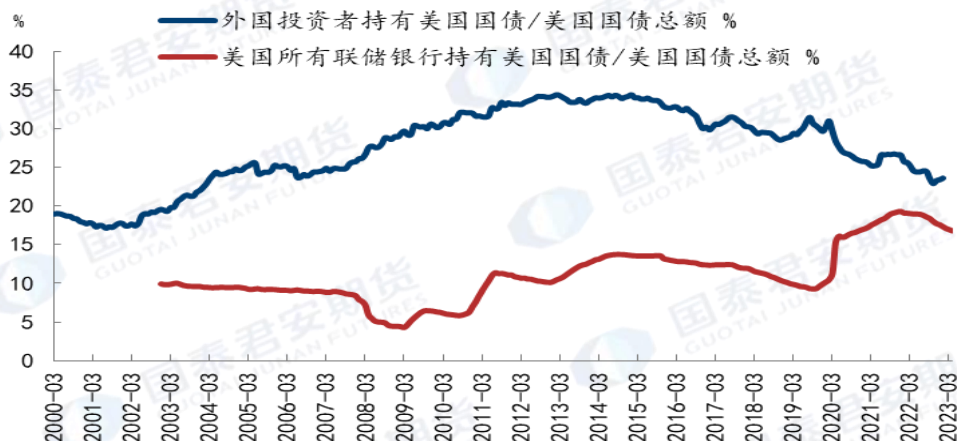
1. 为什么发生全球“去美元化”？

2023年3月巴西宣布与中国贸易直接以本币进行结算。除巴西外，俄罗斯、伊朗、阿联酋、印度、新加坡、委内瑞拉、土耳其……目前约有30多个国家开始在外贸结算或投资中转向使用人民币，降低美元结算。为什么会发生贸易结算“去美元化”现象？有几个原因：

第一，美国自身问题，美元霸权不可持续。在美元主导的国际货币体系中，有一著名的“特里芬难题”——国际贸易发展使美元需求膨胀，美国长期贸易逆差，而美元作为国际货币核心又必须保持币值稳定。这一矛盾的结果，就是美元的周期波动，以及美元流动性收紧之后新兴市场的金融危机。过去的美联储加息引发的新兴市场金融危机包括1982年拉美债务危机、1994年墨西哥金融危机、1997年东南亚金融危机、2001年阿根廷金融危机、2018年土耳其金融危机……美元成了“我们的货币，你们的麻烦”。这种情况下，各国需要增加非美元货币储备，以应对美元流动性收紧，这是全球去美元化的一个重要逻辑。

美国动辄制裁使美元安全性受质疑。美国利用美元贸易结算的便利地位，动辄进行金融清算制裁，增加各国金融机构清算风险。全球金融机构基本都与SWIFT对接——这一成立于1973年，以美元结算规范为基础的国际支付清算组织。美国动辄将金融机构踢出SWIFT，这种做法增加了各国金融机构摩擦成本，多极化需求应运而生，例如，中国泰国阿联酋香港组成的“多种央行数字货币跨境网络”(m-CBDC Bridge)项目——这一平台绕过了美元，可以用各个国家或地区的央行数字货币进行真实交易。货币桥项目为传统跨境支付结算提供了替代方案，而且具有提升效率、透明度方面优势。此外，由于美国逐渐限制对外技术出售、以及没收美元资产的风险，也使一些国家开始怀疑持有大量美债的必要性，外国持有美债规模持续缩减(图1)。

图1：外国投资者持有美债比例回落



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

第二，美国竞争优势被后来者中国追赶。信用货币对应着政府信用，或者说一个国家的综合产出。国家的综合产出跟资本、劳动力、技术这些生产要素挂钩。二战后，美国凭借资本与技术获得了全球生产领先地位，这使全球对美元需求趋之若鹜——各国试图用资源(中东)和劳动力(东亚)换取美国技术与产品服务输出。2001年中国加入WTO后，美国不断输出美元购买中国商品，制造业逐渐空心化——核心产业链均在东亚。脱实向虚帮助美国获得金融霸权，同时也使其他国家逐渐认识到超发的美元对应不到美国实物资产——“石油美元”换不回沙特“2030愿景”，美元硬通货地位受到削弱，而中国无论在总经济体量还是技术储备方面都在崛起。

美元的旁落还在于传统能源已不是经济未来，“石油美元”面临终结。众所周知，1971年美国宣布美元与黄金脱钩，1973年基辛格秘密访问沙特建立“石油美元”——简单说，就是中东国家卖给全球的石油以美元计价，同时资源国再将创汇所得购买美国军备和国债，以获得美国军事保护。这样石油作为工业血液，重新成为美元的锚。当前随着新能源崛起，各大机构基本都宣布2025年附近是全球石油需求高峰，中东国家要么绑着油轮沉没，要么需要在新能源竞争中获得新的发展机遇——这一点阿联酋沙特等中东国家早已认识清楚，2020年开始沙特等国不断减持美国国债。中东国家越来越需要将石油贸易盈余用来进行工业体系重构和城市建设，而中国无疑是中东国家经济结构转型的最佳伙伴。“石油换发展”新战略替代“石油换安全”旧战略成为美元旁落的重要原因。

2. 谁将成为货币体系多极化未来？

中国作为崛起的全球第二大经济体，正在逐渐成为多元化货币体系的核心参与者。

人民币信用的锚是中国制造业，这是人民币国际化关键。中国强大的制造能力得益于：第一，能源革命使中国能源成本与安全得到保障。第二，中国最齐全的产业链体系。第三，中国工程师红利。第四，中国庞大的市场，规模效应降低成本。

中国制造业能力使其他发展中国家认识到，持有人民币可以帮助他们实现现代化。中国崛起给了发展中国家重要参考。一带一路政策在帮助中国实现过剩产能输出的同时，也使其他发展中国家认识到借助中国制造业能力实现现代化的可行性。同时，2021年美国从阿富汗撤军，以及试图将沙特列为“贱民国家”，显示美国对中东支持力不从心。中东国家已没有必要持有美元投入到美国金融业，新能源与工业可持续发展才是中东未来（这是沙特为首中东国家在中国大量投资的原因）——这是中国实现伊沙调解，同时不断扩大人民币清算范围重要原因。

但仅有这些是不够的，绕开美元结算体系，这需要有技术实现方式。虽然其他发展中国家想要跟中国合作，但全球货币结算基础设施是美元，避开美元威胁需要开发新的结算工具。区块链技术发展以及分布式账本技术为新工具的发展提供了技术路径。2019年沙特金融管理局与阿联酋中央银行联合推出通用数字货币项目“Aber”，探索通过分布式账本技术在两个国家之间进行金融结算。2022年，在Aber项目基础上，人民币、港元、泰铢和阿联酋迪拉姆完成了四种数字货币的跨币种交易测试，终于实现了绕开美元的新的结算方式。如今这种结算技术正在成为双边贸易结算新的方式，也将成为人民币国际化的基础——这种数字货币方式使用的国家越多，越能够实现绕过美元结算。

最后，人民币要成为货币多元化未来，还需要全球贸易中各国增加人民币使用。中国对内对外贸易可以使用人民币支付，但不能要求其他国家贸易也都使用人民币支付。印度就曾因为与俄罗斯贸易过程中没有足够卢布，而使与俄罗斯能源贸易一度陷入僵局（印度对外贸易逆差，俄罗斯卢布与人民币储备都不够，用印度卢布支付俄罗斯又不收）。最后印度选择用阿联酋迪拉姆支付给俄罗斯，而阿联酋是“多中央银行数字货币桥”创始成员，俄罗斯收到迪拉姆可以方便的兑换成人民币，这种“卢比-迪拉姆-人民币”结算方案成功的绕开了美元，进一步促进了人民币国际化进程。这种结算方式，解决了贸易逆差国美元储备不足问题，也能够应对美

联储货币收紧带来的美元流动性枯竭问题。

当前，资源国沙特、伊朗不断向金砖国家和上合组织靠拢，资源国与生产国之间不断相互投资，逐渐建立起新的结算体系以对抗美元结算体系。这使人民币向货币体系多元化又迈进一步。

3. 人民币国际化影响是什么？

说千道万，中国经济崛起是人民币国际化主要原因，也是不可阻挡的。这种变化将给中国及全球经济带来巨大影响。

第一，东升西落，人民币储备需求增加。人民币国际化的核心是中国的崛起与美欧衰退。上一次美元挑战英镑霸权已过去了几乎一个世纪。美国凭借二战渔翁得利——战后凭借马歇尔计划及布雷顿森林体系实现世界新秩序构建。当前中国发展已势不可挡，这一方面是经济体“盛极而衰”周期规律——当强盛之后主导经济增长的意愿开始下降；另一方面中国历史上并不缺乏主导全球经济的智慧。尽管这种发展不是一蹴而就的，但确实这是“百年未有之变化”，值得深刻理解观察。2023年2月中俄南非第二次海上联合军演、2023年3月巴西宣布与中国以本币进行贸易，占全球人口42%的金砖五国均开始挑战美元霸权。同时，2022年沙特、伊朗、委内瑞拉、阿尔及利亚均表达了加入金砖国家组织的愿望，2022年在撒马尔罕上合组织峰会上，上合组织将对话伙伴地位授予了沙特和卡塔尔，同时启动了接纳伊朗为上合组织的程序。

东升西落将带来全球对美元需求疲软，以美元为计价的金融资产将受到打压。这一过程中，典型的如美国国债将受到抛压。2023年1月外国投资者持有美国国债规模7.4万亿美元，占美国31万亿国债总额的24%，占美国25.5万亿GDP约30%。近两年来，外国投资者持有美国国债规模持续下降。

东升西落将带来实物资产需求上升，以黄金、新能源矿产为代表的商品将跑赢美国权益。过去十年受益于美联储低利率环境，商品开采支出增加以及页岩油技术进步，美股大幅跑赢商品指数。2020年疫情开始后的新的十年，逆全球化以及美元旁落，商品将可能再度跑赢权益（图2）。

图2：2011-2020年商品跑输权益，2020年尤其俄乌冲突以来，商品重回优势



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

同时人民币国际化将带来全球对人民币需求增加。当前人民币在国际支付中占比仅2.2%（SWIFT统计，部分未通过SWIFT的不计），确认为外汇官方储备总额2984亿美元，占整体外汇官方储备份额2.7%，远低于美元的64713亿美元和58.4%。随着人民币国际化推进，人民币支付占比及外汇储备份额将逐渐提升。人民币储备提升意味着各国央行及企业将加大人民币需求，人民币面临中长期趋势升值压力（这种趋势根本还是取决于中国经济发展）。这种趋势不利于中国低端出口，有利于中国进口消费。

第二，国际货币支付体系更加安全。增加人民币支付结算，使得全球贸易不用再担心自身美元储备不足问题，同时也不用担心美国横加制裁问题。这使得过去美元霸权，美元“我们的货币，你们的麻烦”问题会更好缓解。

第三，中国将促进金融开放与国际收支平衡。人民币国际地位的上升，意味着企业不需要再过多储备美元，对美元需求将双向波动。这有利于人民币升值。同时，较多的人民币储备也将通过资本账户进入中国，一种是FDI投资，另一种是直接购买中国债券与股票(图3)，这种方式将进一步促进中国经济与制造业发展。

图3：中国企业美元储及境外机构及个人持有股票占AB股市值比例



资料来源: wind、国泰君安期货研究

整体上来讲，中国在成为全球最大经济体的过程中，人民币的国际地位将同等提升。人民币国际化的过程是一把双刃剑，一方面有利于中国吸引外资经济获得资本支持持续发展，另一方面也需要中国在制度与风险控制方面不断提升，以防止出现类似俄罗斯、日本等外资撤离一地鸡毛的金融风险，这也是成立金融局的题中之义。在当前世界秩序格局变化背景下，发展与风险并存，安全与发展并重，这将成为未来十年主题。

风险提示：地缘政治冲突恶化；政经不确定性上升；大宗商品供给端冲击激化；海外货币政策紧缩持续时间 and 力度超预期；疫情影响超预期等等。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521