

# 去美元化与人民币国际化新策略

## ——基于国际货币体系演变的解析

### 摘要

- **反以知古：国际货币体系主要经历四轮演变。**近代以来，世界大约经历了四轮全球范围内的货币体系的演变：国际金本位货币体系（1880-1913年）、金块-金汇兑本位制（1914-1944年）、布雷顿森林体系（1945-1973年）、牙买加体系（1976年至今）。
- **覆以知今：美元中心货币体系建成，存在两大方面缺陷。**现行的国际货币体系延续了“中心-外围”的世界格局，以美元为核心货币，欧元、日元等为中心区货币，其他国家货币为外围货币。中心与外围货币的关系主要通过经常账户、资本账户来进行传导。现行的国际货币体系**主要有以下特征**：一是浮动汇率制度逐渐取代固定汇率，二是国际外汇储备多元化，美元仍居最主要地位，三是美元作为全球结算中最主要货币，但在不同地区有着不同地位，四是美国债务规模持续攀升。**存在着两个方面缺陷**：其一中心国与外国国权利义务不对称的问题，外围国面临“三元悖论”，其二“新特里芬难题”依旧难解，需关注美国债务问题。
- **前车之鉴：欧元和日元的国际化历程。**布雷顿森林体系瓦解后，欧元（德国马克）、日均踏上过国际化的历程。**综合来看，其国际化历程都离不开三个要素**：一是外向型经济的贡献，出口规模扩大使得经济实力得以快速壮大，提高货币在国际市场的吸引力；二是汇率制度转变为自由浮动；三是经常、资本账户逐渐开放，经常和资本项目下货币自由可兑换。然而，欧元和日元最终仍难以撼动美元的地位，主要受制于多重内外部因素。**对比之下，我们总结了对人民币国际化的三大借鉴要点**：（1）经济实力是提升一国货币国际地位的重要先决条件；（2）人民币实现了经常项目下的可兑换，但资本账户的开放度仍有提升空间；（3）人民币在国际外汇储备中的占比仍有很大提升空间；（4）随着货币国际化程度的提高，资本加快涌入，可能会使得汇率升值、股价上行，同时大资本市场的波动性。
- **变局之下：把握人民币国际化和数字货币的机遇。**现行的国际货币体系面临着三重变化，分别是俄乌冲突之后地缘政治格局分化提速；经济全球化趋缓，区域化合作更加紧密；“去美元化”进程加快，各国央行增持黄金。**人民币国际化迎来新的发展机遇，有望拓展为新新“三位一体”策略即**：一、把握油气自西向东转移的机会，推动人民币在大宗商品上的计价和结算；二、把握全球安全资产匮乏的机会，加大向境外投资者提供人民币资产的力度，比如对外国投资者加大国债发行力度；三、把握逆全球化和区域合作加深的机会，重点针对RCEP区域和“一带一路”国家，加快金融基础设施的建设。此外，**从更加长期的角度来看**，数字货币对于现行的国际货币体系也可能形成一定挑战，数字人民币发展潜力巨大，但目前仍处于初期探索阶段，具有研发优势的数字货币产业链相关企业有望迎来新发展机遇。
- **风险提示**：政策落地不及预期，地缘政治局势动荡加剧。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏  
执业证号：S1250523030002  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

### 相关研究

1. “一带一路”大布局，哪些领域国别值得关注？（2023-04-21）
2. 周期轮动下，出口将如何表现？——基于对中美库存周期的研究（2023-04-06）
3. 开启双期切换下的经济新周期——宏观2023年春季投资展望（2023-03-09）
4. 重“稳”寻“新”，踏上新征途——2023“两会”政府工作报告解读（2023-03-07）
5. 乘势而上——开启双期切换下的经济新周期（2023-02-24）
6. 轮动与空间：详解三大部门资产负债表（2023-02-20）

## 目 录

<b>1 反以知古：国际货币体系主要经历四轮演变</b>	<b>1</b>
<b>2 覆以知今：美元中心货币体系建成，存在两大方面缺陷</b>	<b>2</b>
2.1 特征：浮动汇率取代固定汇率，美元地位得到不断强化	2
2.2 缺陷：“中心-外围”关系的矛盾渐起，美国政府债台高筑	4
<b>3 前车之鉴：欧元和日元的国际化历程</b>	<b>5</b>
3.1 欧元国际化：受制于内部固有缺陷，近期再度提上日程	6
3.2 日元国际化：分为三阶段推进，但以失败告终	7
3.3 对比之下，对人民币国际化的借鉴	8
<b>4 变局之下：把握人民币国际化和数字货币的机遇</b>	<b>9</b>
4.1 新变化：地缘政治、全球化趋缓以及去美元化	9
4.2 人民币国际化机遇已至	11
4.3 把握数字人民币的蓝海	13

## 图 目 录

图 1: 主要国家 GDP 占世界 GDP 比重历史变化.....	2
图 2: 各国出口占世界出口份额的历史变化.....	2
图 3: 通过经常账户、资本账户的传导机制, 美元国际地位得到不断强化.....	3
图 4: 官方外汇储备货币构成及其变化.....	4
图 5: 不同货币在 SWIFT 国际支付中市场份额.....	4
图 6: 美联储加息周期与危机.....	5
图 7: 2008 年后美国公共联邦债务加速扩张.....	5
图 8: 欧元(德国马克)和日元国际化过程中均经历了本币在经常、资本项目下的开放, 并采用浮动汇率制度.....	5
图 9: 欧元国际地位的综合指数.....	6
图 10: 通过五个维度衡量欧元的国际地位.....	6
图 11: 日本进出口结算的日元计价比率(金额比率).....	7
图 12: 日元国际化程度在 1990 年代初达峰.....	7
图 13: 1960 年以来各国 GDP 占全球 GDP 比重变化.....	8
图 14: 欧元、日元国际化期间汇率升值.....	8
图 15: 欧元、日元国际化期间欧洲和日本股价上涨.....	9
图 16: 欧元、日元国际化期间德国和日本国债收益率走势.....	9
图 17: 2008 年全球金融危机后贸易全球化的趋势有所减缓.....	10
图 18: 2020 年新冠疫情再度拖累了全球价值链的参与率.....	11
图 19: 亚太商品贸易中区域内的贸易占比提升较快.....	11
图 20: 对比 2015 年减持(增持)美国国债 TOP5 国家.....	11
图 21: 全球央行黄金持有占外汇储备比重变化, 以及 5 年期滚动黄金购买量.....	11
图 22: 人民币国际化综合指数持续攀升.....	13
图 23: 俄罗斯在外交交易和出口中使用人民币结算的比例上升.....	13
图 24: 境外主体持有人民币金融资产的规模不断扩大.....	13
图 25: 与“一带一路”沿线国家人民币跨境收付加快发展.....	13
图 26: 全球零售 CBDC 指数.....	14
图 27: 全球批发 CBDC 指数.....	14

2020 年以来，新冠疫情、俄乌战争等相继爆发，国际局势愈发复杂动荡，国际货币体系也面临着新的变化。近期，随着中国与巴西贸易直接以本币结算、首单以人民币结算的进口 LNG 交易达成、与沙特国家银行首次人民币贷款合作落地，人民币国际化再度成为市场关注焦点。党的二十大报告也提出“有序推进人民币国际化”，在新的时代背景下，我们从历史演变视角出发，对当前以美元为中心的国际货币体系的特征和缺陷进行分析，通过复盘欧元和日元的国际化道路，为我国人民币国际化过程中可能面临的问题提供一定借鉴。当前国际货币体系面临三大变化——地缘政治变局、全球化趋缓以及去美元化，人民币国际化的策略在新的外部环境之下也将有着新的转变，长期来看，数字人民币相关产业链有望驶向蓝海市场。

## 1 反以知古：国际货币体系主要经历四轮演变

近代以来，大约经历了四轮全球范围内的货币体系的演变：

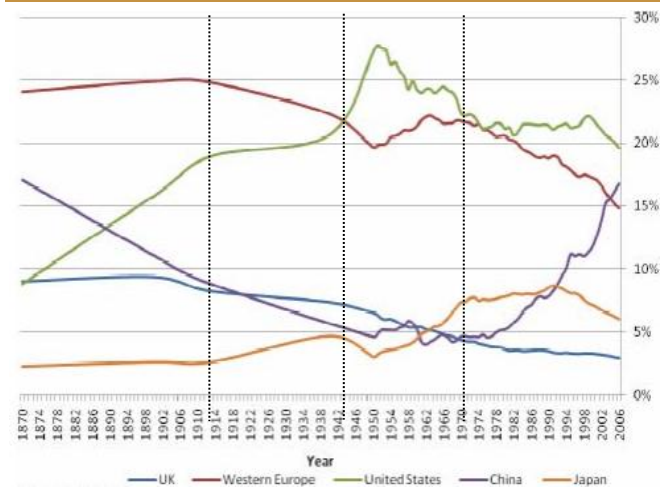
**第一轮：国际金本位货币体系（1880-1913 年）：**金本位制度首先是诞生在欧洲国家。由于银币较金币更容易磨损，金本位制度逐渐在英国建立起来。随着英国率先完成第一次工业革命，法国、德国、美国等也逐渐走上工业化道路，欧美国家生产力大幅提升。因为商品生产超出国内需求，只能通过出口来消耗，因此这段时期资本主义国家之间的贸易往来愈发密切，外国直接投资也有了全球化的趋势。由于英国在当时工业革命后的生产力是领先他国的，也是率先提出了自由贸易政策的国家，英国的金本位制度逐渐开始向其他欧美国家普及，黄金逐渐成为国际上最重要的储备；

**第二轮：金块-金汇兑本位制（1914-1944 年）：**一战在欧洲国家间爆发，欧洲参战国大量印钞维持战争经费，从而导致债务高企、通胀飙升，一度暂停实施金本位，黄金逐渐流向避险属性更强的美国。战后英国欲求重返金本位，为了将英镑恢复至战前黄金兑换比价，最终采用的是金块本位制度。而美国仍采用了古典的金本位制度，即美元与金币挂钩，其他国家则是金汇兑本位制，以外汇兑换黄金。国际货币体系在这一时期十分不稳定，也是 1929 年大萧条的导火索之一；

**第三轮：布雷顿森林体系（1945-1973 年）：**二战后世界经济格局得到重塑，英国经济遭遇重创，而美国在国际贸易中的占比提升。为了维护国际贸易的正常进行及美国自身利益需要，布雷顿森林会议上最终采取了美国提出的“怀特计划”，建立起了以美元为中心的国际货币体系，美元成为与黄金挂钩的唯一货币，其他国家货币与美元挂钩。同时还设立了 IMF 和 WB 两大机构。战后初期，由于美国拥有绝对经济优势，且持有大量的黄金储备，国际金融秩序得到恢复，全球贸易也再度回暖，但因为美苏争霸受到了一定阻碍。

**第四轮：牙买加体系（1976 年至今）：**然而，布雷顿森林体系下的美元面临着“特里芬难题”。由于美国财政赤字因战争急剧扩大，债务高速增长，加之日本和西欧在 70 年代初逐渐崛起，美国国际贸易开始出现逆差，黄金储备大幅降低，动摇了美元兑换黄金的能力。1973 年布雷顿森林体系瓦解，1976 年“牙买加协议”达成，没有明确本位币，各国依据自身状况自主安排汇率制度。但由于国际货币体系的使用惯性等多重因素，美元仍在国际贸易、投资计价结算中起到关键作用，依然是最重要的国际储备资产。同时，冷战结束后世界经济一体化加速，国际贸易再次进入到发展的快车道。

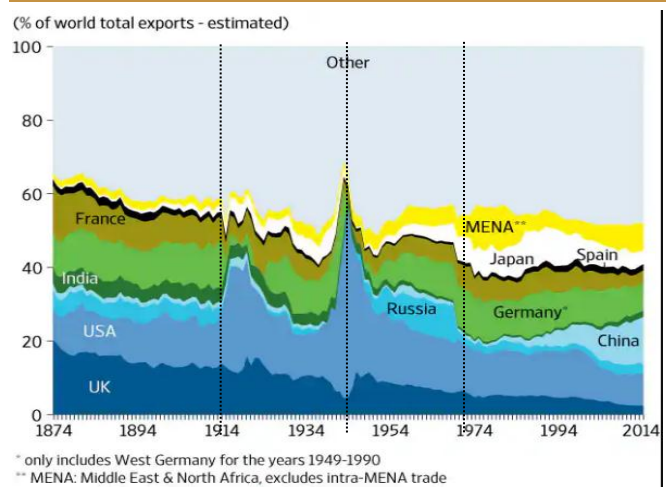
图 1：主要国家 GDP 占世界 GDP 比重历史变化



数据来源：BIS、Madisson，西南证券整理

注：黑色竖线为国际货币体系更迭的分割线

图 2：各国出口占世界出口份额的历史变化



数据来源：Mint、CEPII，西南证券整理

注：黑色竖线为国际货币体系更迭的分割线

## 2 覆以知今：美元中心货币体系建成，存在两大方面缺陷

### 2.1 特征：浮动汇率取代固定汇率，美元地位得到不断强化

现行的国际货币体系延续了“中心-外围”的世界格局，以美元为核心货币，欧元、日元等为中心区货币，其他国家货币为外围货币。中心货币与外围货币的关系主要通过经常账户、资本账户来进行传导：外围国向中心国出口商品（以美元定价），购买美元金融产品，积累美元外汇储备，中心国对新兴经济体进行直接投资（投放美元），从而不断强化美元的国际地位。总结下来，现行的国际货币体系主要包括以下特征：

一是，浮动汇率制度逐渐取代固定汇率，2008年后多数国家采用“软挂钩”。自布雷顿森林解体后，国际货币体系从实物货币时代转而进入到信用货币时代，货币之间的汇率也从固定汇率转变为浮动汇率。截至2021年，采用汇率“软挂钩”（soft peg）制度的IMF成员国比重为47.7%，其次是采用浮动汇率制度，比重为33.2%，“硬挂钩”（hard peg）的占比仅为13.0%。值得注意的是，2008年金融危机后，IMF国家采用“软挂钩”制度的比重逐渐攀升，超过了浮动汇率制度。采用“挂钩”汇率制度的国家通常是选择盯住美元或者以美元为主的货币篮子。采用自由浮动汇率的国家仍主要集中在发达国家中。同时，更加灵活的汇率制度下也使得国际基础货币的供应量增长呈极不稳定的波动态势，汇率的波动性增强，给国际投机资本提供有机可趁的机会。

二是，国际外汇储备多元化，美元仍居最主要地位。牙买加体系下美元代替黄金成为各国的主要储备货币，各国央行增持美元的同时减持黄金。黄金占全球央行外汇储备的比重从二十世纪80年代初的70%持续下降，截至2022年第四季度，黄金占全球外汇储备的比重仅为13.9%。同时美元在全球外汇储备中的比重则不断上升。据IMF公布的官方外汇储备的构成（COFER），1995年美元占全球外汇储备的比例仅为59%，2001年第二季度这一比重攀升至72.7%的高位。但随着欧元等货币地位的抬升，美元的占比随之下降，国际外汇储备向多元化发展。截至2022年底，美元在全球外汇储备中的份额已降至58.4%，但仍然是第

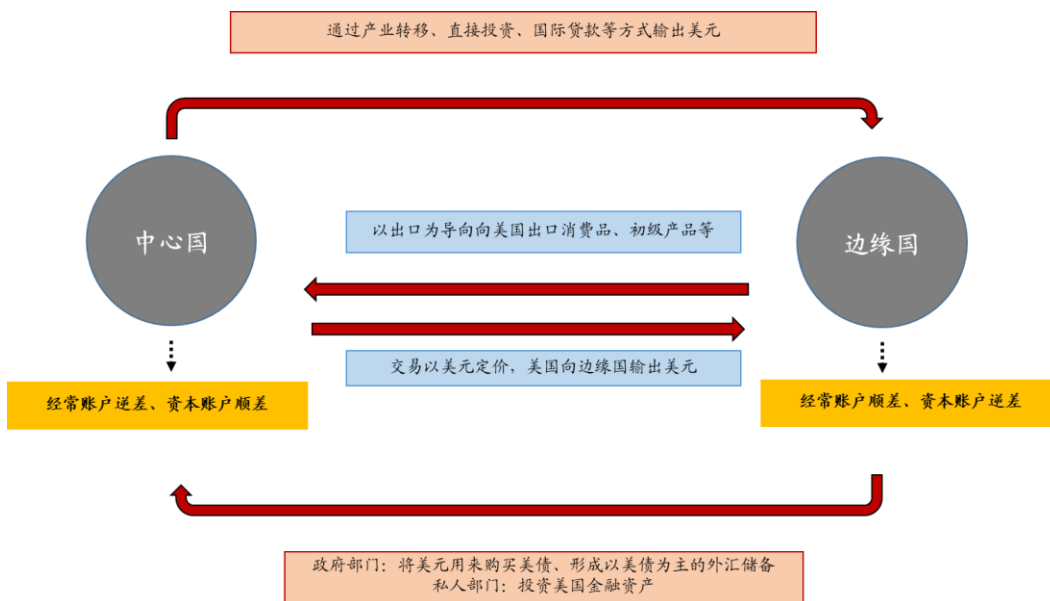


一大储备货币，欧元位居第二，占比为 20.5%，其余包括日元（5.5%）、英镑（5.0%）、人民币（2.7%）等。

三是，美元作为全球结算中最主要货币，但在不同地区有着不同地位。虽然美国在全球贸易中的占比较低，2021 年美国进出口贸易金额仅占全球进出口金额的 13.3%，但是美元在国际贸易和全球支付中具有主导地位。据 SWIFT 统计，2023 年 2 月，美元在国际支付中的比重达到 41.1%，是国际支付中最主要的货币，也被称为“支配货币”。其次是欧元，占比为 36.42%，然后是英镑、日元、人民币等货币。但是美元在不同地区的商品出口结算中的地位不同，比如在欧洲，欧元的使用比例远远超过美国，在亚太地区虽然美元仍占主导地位，但“其他货币”的比重相对其他地区而言更高<sup>1</sup>。

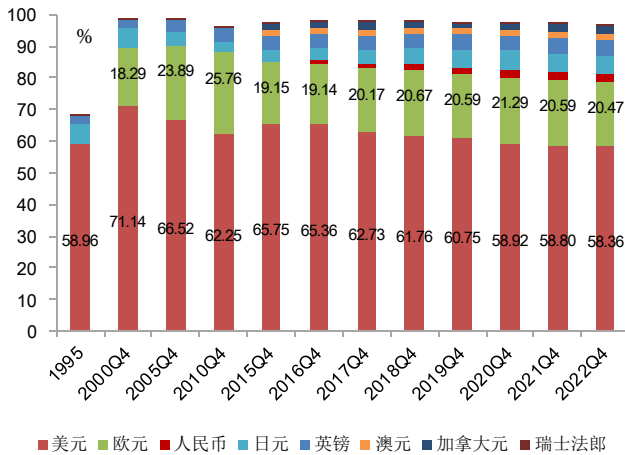
四是，美国债务规模持续攀升，日本和中国是其最大债权国。由于财政赤字增长和贸易逆差扩大，1985 年美国从净债权国变为世界上最大的净债务国，结束了自 1914 年以来作为净债权国的历史。截至 2022 年底，美国政府的债务总额为 31.42 万亿，相当于美国去年 GDP 的 1.2 倍。在美债持有者中海外投资者占比最大，截至 2022 年 Q4，外国和国际投资者持有的联邦公共债务比重为 23.3%，其中日本是美债的最大持有国，占比约为 14.7%，其次是中国，为 11.8% 左右。

图 3：通过经常账户、资本账户的传导机制，美元国际地位得到不断强化

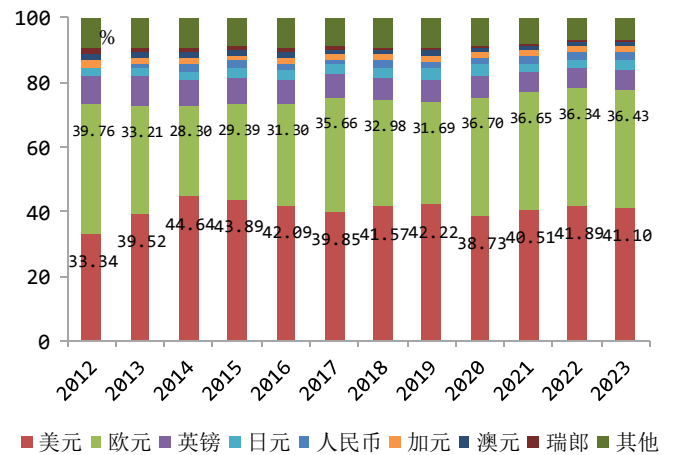


资料来源：《外国国币国际化困境深层次原因探析》，西南证券整理

<sup>1</sup> Bertaut, Carol C., Bastian von Beschwitz, and Stephanie E. Curcuru (2021). "The International Role of the U.S. Dollar," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, October 06, 2021, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2998>.

**图 4：官方外汇储备货币构成及其变化**


数据来源：IMF，西南证券整理

**图 5：不同货币在 SWIFT 国际支付中市场份额**


数据来源：wind，西南证券整理

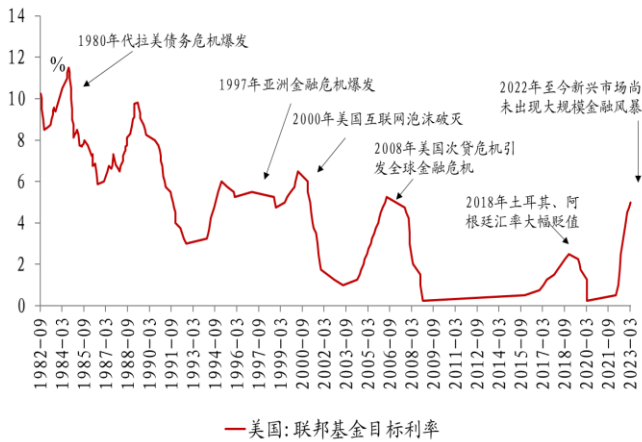
## 2.2 缺陷：“中心-外围”关系的矛盾渐起，美国政府债台高筑

历史上的国际货币体系均存在着根本性的缺陷，当前以美元为本位币的“牙买加”体系同样不可避免地隐藏着各种问题：

**其一，存在中心国与外国国权利义务不对称的问题，外围国面临“三元悖论”。**美联储可以基于美国自身的国家利益进行货币政策操作，比如就业最大化、物价稳定、维持金融系统稳定等等。然而外围国家则会产生“不可能三角”的问题，即一个国家不可能同时实现资本流动自由、货币政策独立和汇率稳定。中心国家享受了铸币税等好处，但外围国则承受了通胀、汇率波动、失去货币政策独立性等方面的风险。从历史上看，大多数美联储加息时期会对新兴经济体和发展中国家产生了巨大的负面外溢影响，但其影响在边际递减。发展至今，外围国家的货币政策多数只能与美国亦步亦趋，从而丧失货币政策逆周期调节的作用。例如 1980 年代，美联储紧缩货币政策导致国际资本外流和大宗商品价格暴跌，拉美国债务危机爆发；1990 年代，亚洲金融市场逐步开放，美联储加息导致国际资本从亚洲市场退出，加上国际投机资本的狙击，引爆亚洲金融危机；2008 年全球金融危机；2018 年，美联储加息使得新兴经济体资本外流，阿根廷、土耳其等国家汇率加速贬值，新兴经济体只能被迫加息。

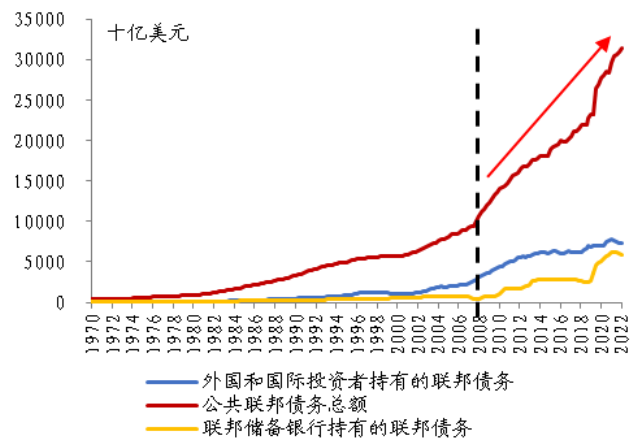
**其二，“新特里芬难题”依旧难解，需关注美国债务问题。**与以往的国际货币体系不同的是，现行的体系是基于美元的信用，而非实物资产。由于美元信用决定了美元的供给，因此美元本位制的国际货币体系存在着“满足世界流动性需求”和“维持美元信用”的两难问题。一方面，如果美元在全球的流动性不能够满足快速发展的新兴市场需求，全球经济可能面临通缩风险，另一方面，如果为了满足世界流动性需求，美债发行规模不断扩张，美国政府债务与 GDP 的比例持续攀升，这就可能导致发行人的信用受到损失，难以维持以美元信用为基石的国际货币体系。2008 年后，美国推出了多轮量化宽松政策，导致美元在全球范围内泛滥、通胀蔓延，造成经济过热等现象，新兴国家也被迫不断积累以美债为主的美元储备。但近年来，美国债务负担越来越重，美国国会多次提高债务上限，最新一次是在 2021 年将上限提高至 31.4 万亿美元，近期美国财政部也在就提高债务上限的问题进行谈判。然而，一旦美国行至 X 日，将会导致美债违约，美元可能陷入信心危机。

图 6：美联储加息周期与危机



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：2008 年后美国公共联邦债务加速扩张

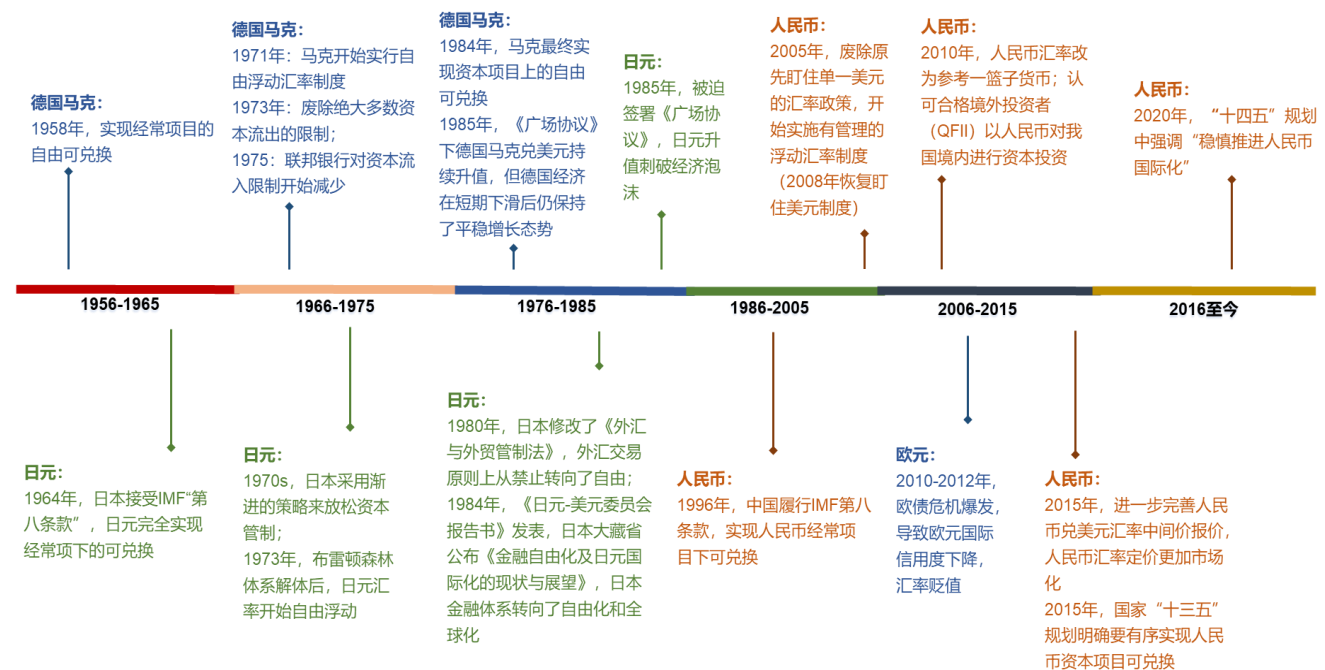


数据来源：FRED，西南证券整理

### 3 前车之鉴：欧元和日元的国际化历程

现行的以美元为中心的国际货币体系在布雷顿森林体系瓦解后也曾遭遇多次挑战，欧元、日均踏上过国际化的历程，国际地位得到大幅提升。综合来看，欧元（德国马克）和日元的国际化都离不开三个要素：一是外向型经济的贡献，出口规模扩大使得经济实力得以快速壮大，提高货币在国际市场的吸引力，二是汇率制度转变为自由浮动，三是经常、资本账户逐渐开放，经常和资本项目下货币自由可兑换。然而，欧元和日元最终仍难以撼动美元的地位，主要受制于多重内外部因素。

图 8：欧元（德国马克）和日元国际化过程中均经历了本币在经常、资本项目下的开放，并采用浮动汇率制度



资料来源：ECB、日本财务省、中国人民银行、中国外汇管理局、IMF、BIS，西南证券整理

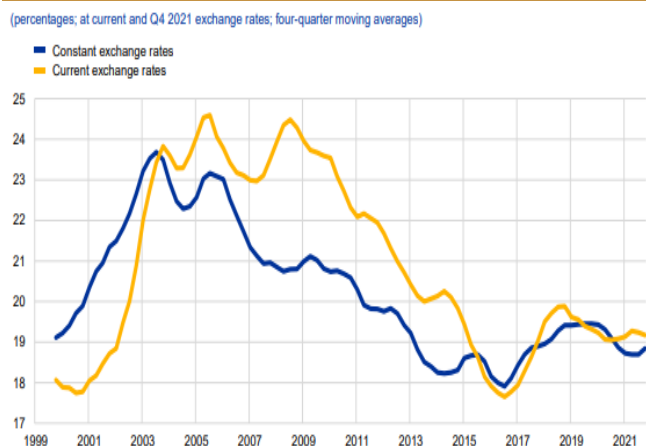


### 3.1 欧元国际化：受制于内部固有缺陷，近期再度提上日程

欧元形成的基础是德国马克国际地位的提升，但国际化进程并不顺利。二战后，在马歇尔计划的帮助下，凭借强大的工业基础，德国经济高速增长，1950-1960年代德国出口金额占世界出口的比重从5%左右持续上升至接近10%，并逐步开放资本账户、实行自由浮动的汇率制度，德国马克自此在欧洲货币体系中的地位日益巩固。随着布雷顿森林体系解体，欧洲各国货币解除了与美元的挂钩，由于马克币值稳定，欧洲各国货币汇率逐渐与德国马克建立起固定兑换的关系。1972年马克逐渐成为世界第二大储备货币，为欧元的诞生奠定基础。同时，欧洲政治和经济加快一体化。直至1999年，欧盟正式开始启动欧元，2002年欧元成为欧元区唯一合法货币，欧元的国际地位迅速提升。据欧洲央行统计，欧元的国际地位综合指数在2003-2008年位于24%左右的高位。欧元国际地位提升给欧洲国家带来了降低贸易成本、降低利率成本、减少汇率冲击风险、加强金融体系稳定等好处。然而，欧元的国际化进程并不顺利。2008年的金融危机和2010-2012年的欧债危机使得欧元内部的脆弱性充分暴露出来，一是因为欧元区各国经济发展水平差异很大，加之各国采用不同的财政政策，在经济遭遇非对称性冲击的时候，核心国家的收入难以转移到边缘国家，最终边缘国家只能承担“单边硬着陆”的经济社会代价；二是欧洲央行的金融监管力度不够，存在明显的监管漏洞，无法对跨境风险进行有效监控，从而造成了大规模的资产泡沫。

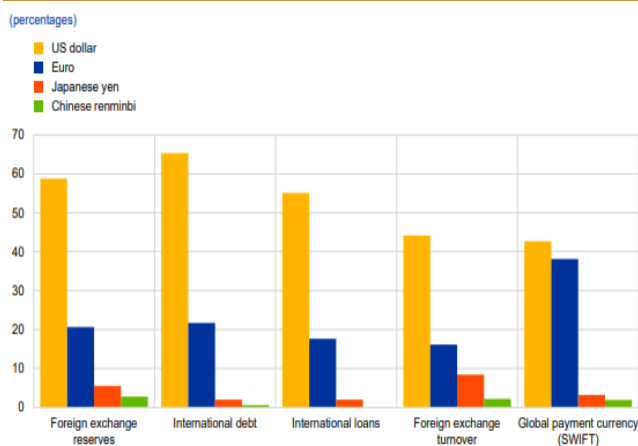
2018年，欧盟领导人再度重提提升欧元国际地位。同年，欧元的国际地位综合指数触底回升至19%以上，2019-2021年这一指数也在19%左右保持平稳。2021年1月，欧盟发布《欧洲经济和金融体系：促进开放、实力和韧性》，明确提出促进欧元发挥更强大的国际作用通过与第三国合作伙伴联系以促进其使用，支持开发以欧元计价的工具和基准，并提升其作为能源和商品部门（包括氢等新能源）的国际参考货币的地位。2020年7月，欧盟最终达成了7500亿的“欧元复苏基金”，2021年2月，欧洲议会批准了“复苏和恢复基金”（RRF），欧元区的财政和货币政策的协调更加紧密，同时欧盟积极推动数字税，为欧元区财政注入新源泉。此外，欧洲央行还积极探索数字货币，对欧元的国际化形成助力。

图 9：欧元国际地位的综合指数



数据来源：ECB，西南证券整理

图 10：通过五个维度衡量欧元的国际地位



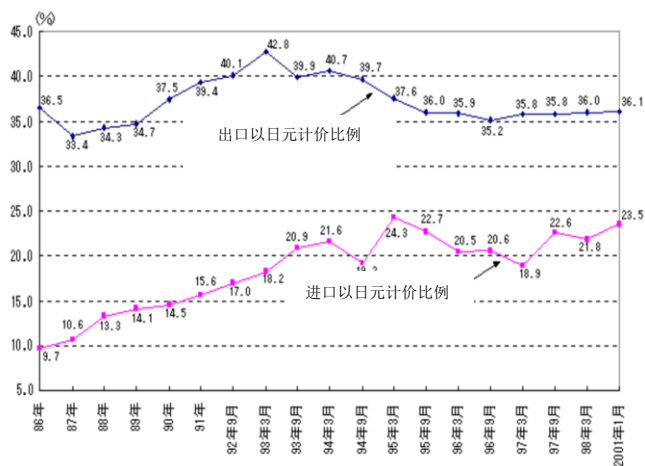
数据来源：ECB，西南证券整理

### 3.2 日元国际化：分为三个阶段推进，但以失败告终

日元的国际化进程主要分为三个阶段：**1960-1970年代**：日本经济快速发展，从逆差国转变为了顺差国，日元升值不可避免，加之布雷顿森林体系崩溃后，日本从固定汇率制度向浮动汇率制度转变，面临着出口时美元贬值的汇率风险，因此日本的出口贸易逐渐由美元结算变更为日元结算，允许日元在经常项目下自由兑换。但当时日本政府对日元国际化的推动并不积极，因为担心日元升值影响日本出口；**1980-1990年代**：1980年，日本大藏省颁布实施新的《外汇法》，外汇交易原则上从禁止转向了自由，资本项目自由化基本完成，日本境外日元交易增长。同时，在美国的要求下日本开始推进金融自由化，加快了日元国际化的进程，日元的国际使用达到顶峰。然而1985年在美国施压下日本签订了“广场协议”，日元进入到升值区间，进而也刺破了日本经济泡沫；**1990年代以来**：尤其是在亚洲金融危机爆发之后，日本政府开始真正积极地推动起日元的国际化。亚洲金融危机爆发的原因之一便是亚洲国家对美元过度依赖，在危机爆发后，亚洲各国纷纷寻求替代美元的汇率制度，日元国际化的策略开始向“亚洲化”转变。然而，日元国际化的程度并没有得到提高。1997年，日本首次提出建立亚洲货币基金的设想，但因美国激烈反对而失败。近年来，随着亚洲经济一体化的发展，“亚洲货币单位”的发展并未停步，2005年日本小川英治教授提出了亚洲货币指数（AMU），2006年亚洲开发银行表示要推出ACU，2019年，亚洲数字货币有限公司在香港成立，并将推出电子货币——亚元ACU。

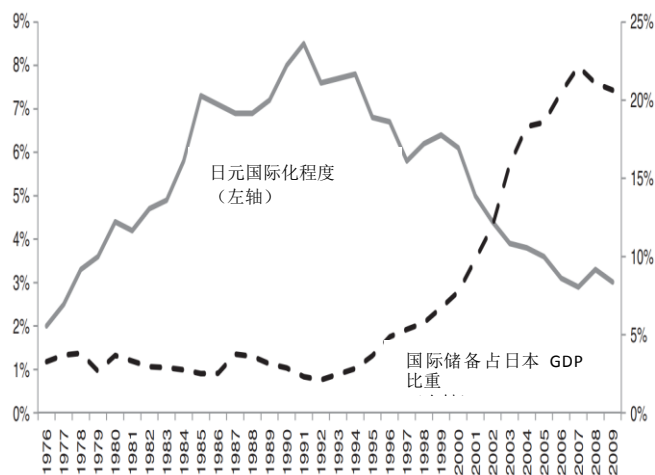
虽然日本经济曾出现过辉煌，但日元国际化仍以失败告终，究其原因，一是日本在1990年代由于日元升值、出口下降，陷入了持续低迷的增长困境，降低了日元在国际市场上的吸引力；二是进出口结构不合理，出口结构中日本对美国市场过度依赖，依附美元进行结算，并且进口结构中日本依赖石油等能源资源，这些大宗商品在国际上也是以美元进行定价；三是1980年代前日本政府对于日元国际化一直采取消极的态度，资本项目自由化进程落后于日元的国际化发展需求。

图 11：日本进出口结算的日元计价比率（金额比率）



数据来源：《日元国际化推进研究组报告》，西南证券整理

图 12：日元国际化程度在 1990 年代初达峰



数据来源：《Yen internationalization and Japan's international reserves. Economic Modelling》，西南证券整理

注：日元国际化程度是指日元在官方持有的全部外汇中的份额

### 3.3 对比之下，对人民币国际化的借鉴

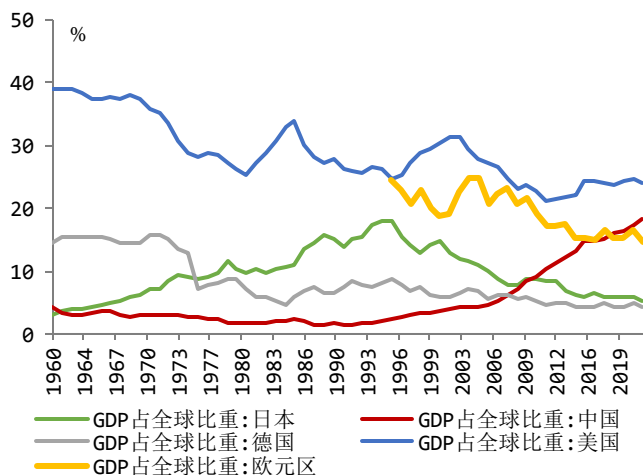
经济实力是提升一国货币国际地位的重要先决条件，整个 1960 年代德国 GDP 占全球的比重都在 15%左右，为德国马克国际化奠定了基础，欧元区在使用统一货币后 GDP 占全球的比重也从 2000 年的 18.9%抬升至 2003 年的 24.8%。日本 GDP 占全球的比重自 1960 年代以来也呈上升态势，直至 1994 年达峰至 17.9%，对日元国际化发展形成助推。中国经济实力快速跃升，GDP 占全球的比重从 2005 年的 4.8%提升至 2021 年的 18.5%，为世界第二大经济体，但人民币的国际地位与经济实力尚不匹配。

从经常、资本项目的可兑换性来看，在欧元（德国马克）、日元的国际化历程中，均实现了经常项目下的货币自由可兑换，人民币早在 1996 年也已经实现国际收支经常项目下可兑换。然而，德国马克和日元均逐步实现资本项目自由兑换，但人民币资本账户的开放度还不够高，政策对于推动人民币资本项目可兑换的工作也相对较为谨慎，主要是由于资本的自由流动可能会带来流动性剧烈波动的风险。但离岸人民币市场的发展可能会有加快。

从国际化程度上看，欧元（德国马克）和日元在国际化过程中占国际外汇储备的比重均有较大幅度的提升。1973 年德国马克在国际储备中的占比仅为 5%左右，日元的比重几乎仅为 0，而到了 1989 年，德国马克在全球外汇储备中的比重达到 18%，日元占比也达到 7.3%<sup>2</sup>，之后欧元在国际储备中的比重也高达 20%左右，日元则稳定在 5%-6%。相较之下，人民币在 2016 年的比重仅为 1.1%，2022 年提升至 2.7%，后续还有很大的提升空间。

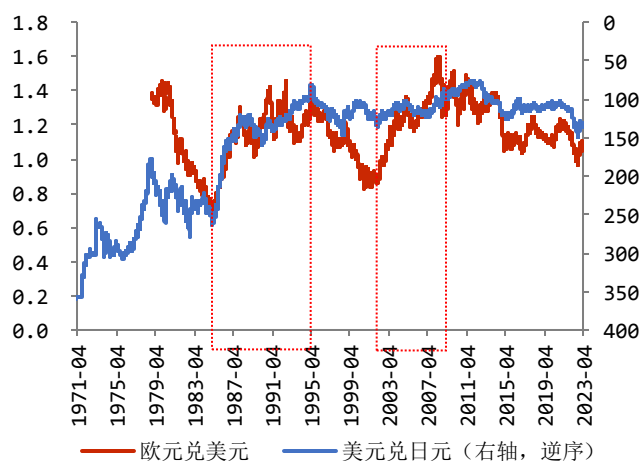
从资产价格变动来看，随着货币国际化程度的提高，资本加快涌入，可能会使得汇率升值、股价上行，同时加剧资本市场的波动性。汇率方面，自 1999 年欧元正式启动直到 2008 年金融危机爆发，欧元兑美元呈现持续升值的态势，1970 年代日元也呈升值走势，1980-1985 年间日元兑美元汇率剧烈震荡，1985 年后快速升值。在退出对汇率的干预后，人民币市场汇率开始波动，但振幅基本稳定。股价方面，2003 至 2008 年欧洲股价持续上行，货币统一为欧洲经济带来加快发展的机遇，日本股价在 1980 年代也持续上行。

图 13：1960 年以来各国 GDP 占全球 GDP 比重变化



数据来源：wind，西南证券整理

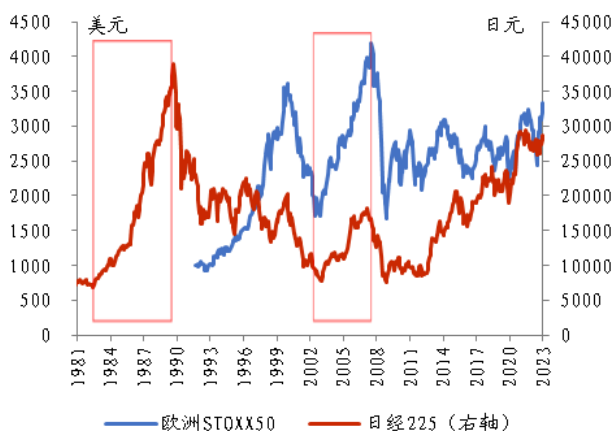
图 14：欧元、日元国际化期间汇率升值



数据来源：wind，西南证券整理

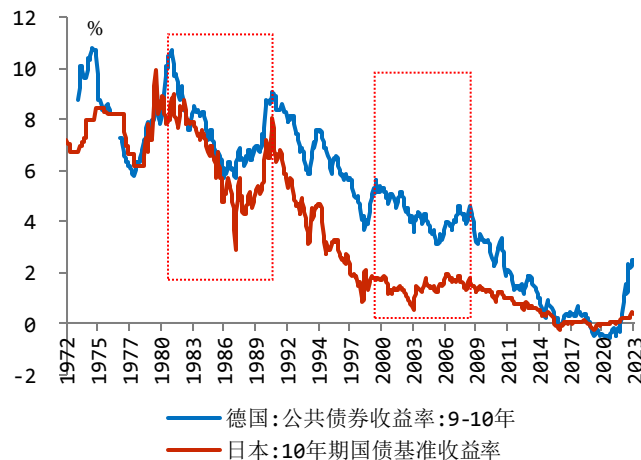
<sup>2</sup> 沈珊珊.德国马克和日元的国际化经验及对中国的启示[J].金融理论与实践,2017,No.458(09):82-85.

图 15：欧元、日元国际化期间欧洲和日本股价上涨



数据来源：wind，西南证券整理

图 16：欧元、日元国际化期间德国和日本国债收益率走势



数据来源：wind，西南证券整理

## 4 变局之下：把握人民币国际化和数字货币的机遇

### 4.1 新变化：地缘政治、全球化趋缓以及去美元化

尽管目前的国际货币体系有着不可调和的矛盾和缺陷，但其他货币仍难以撼动美元的国际中心地位。2022 年 2 月，美国、英国、欧盟与加拿大发表共同声明，宣布将俄罗斯主要银行从 SWIFT 体系中剔除；3 月，俄罗斯财政部长表示，由于受到西方国家的制裁，俄罗斯约 3000 亿美元的黄金和外汇储备被冻结。一系列针对俄罗斯的金融制裁引发了国际市场的担忧，即美元可以成为制裁他国的武器，主权国家所拥有的财产不再是不可侵犯的，这对于美元在国际上的公信力造成严重损害。同时，国际货币体系向新方向演化的讨论增多。2022 年 3 月，瑞士信贷分析师 Zoltan Pozsar 撰写了《Bretton Woods III》一文，他认为一个基于大宗商品的新的货币体系正在冉冉升起，这可能会削弱欧洲美元体系，同时助长西方通胀。我们认为国际货币地位的变化离不开国际关系的改变，因此从政治、贸易、资本三个维度对近期国际关系的变化进行拆解：

**俄乌冲突之后，地缘政治格局分化提速。**2022 年俄乌战争爆发之后，全球化的裂痕进一步加深，地缘政治再度成为国际上的关注热点。俄乌冲突在西方世界产生了一定的“聚旗效应”，暂时弥合了美欧之间的矛盾，美国和欧洲国家在对俄制裁以及援助乌克兰的措施上表现出了较强的一致性。例如，芬兰、瑞典先后申请加入北约，韩国加入北约网络防御中心，北约的势力进一步扩大。而另一端的国际关系也日益紧密，2023 年 3 月，中俄签署关于深化新时代全面战略协议伙伴关系的联合声明，中国、沙特和伊朗签署三方联合声明，沙特和伊朗也达成世纪和解。

**经济全球化趋缓，区域化合作更加紧密。**2008 年全球金融危机后，世界经济一体化程度逐渐下降，全球化的速率趋缓，甚至出现逆全球化的趋势。新冠疫情和俄乌冲突事件进一步强化各国对于供应链安全的重视，一定程度上加快了去全球化的趋势。全球出口占 GDP 的比重在 2008 年为 25.2%，之后震荡走弱至 2021 年的 23.2%。同样，国际投资在 08 年危机之后开始放缓，2007 年全球 FDI 流量占 GDP 的比重约 3.3%，而 2021 年这一数据已经

降至 1.6%。各国开始推动产业链本土化的政策，或者是将产业链关键环节收缩至邻国、盟国。区域经济合作进程在近期得到加快，比如 CPTPP 于 2018 年正式生效（但中国尚未加入），2020 年 RCEP 正式签署，2023 年中国将考虑举办第三届“一带一路”国际合作高峰论坛等。据亚洲经济一体化报告，截至 2021 年，亚太地区区域内的商品份额为 58.2%，而 1991 年左右这一比例不到 50%，高于北美地区（39.9%），低于欧盟+英国（63.6%）。其中，中国是作为亚太地区主要的贸易伙伴的角色。

**“去美元化”进程加快，各国央行增持黄金。**美元资产在国际上的吸引力逐渐下降，乌克兰危机爆发之后，各国对美国国债的安全性产生了质疑，“去美元化”的进程进一步加快。美元在全球外汇储备中的份额从 2015 年的高位 65.8% 持续下降至 2022 年的 58.4%，美元在国际支付结算中的占比在 2023 年 3 月录得 41.7%，较 2015 年 4 月的峰值 45.1% 有所下降。美国财政部国际资本流动报告（TIC）显示，2015 年以来中国、石油输出国、俄罗斯、土耳其等国家减持美债的规模相对较大，截至 2023 年 2 月，分别较 2015 年末减持了 3973、2925、921、626 亿美元，英国、比利时、加拿大等国则大量增持美国国债。此外，3 月 31 日，东盟各国财长和央行行长在正式会议上主要讨论了减少对美元等主要货币的依赖，扩大本地货币交易结算。各国央行增持黄金储备也是“去美元化”的一大表现，全球央行在 08 年危机后便开始增加黄金储备，据世界黄金协会，各国央行购买的黄金数量在 2022 年同比增长 152%，至 1136 吨，创 1967 年以来新高。

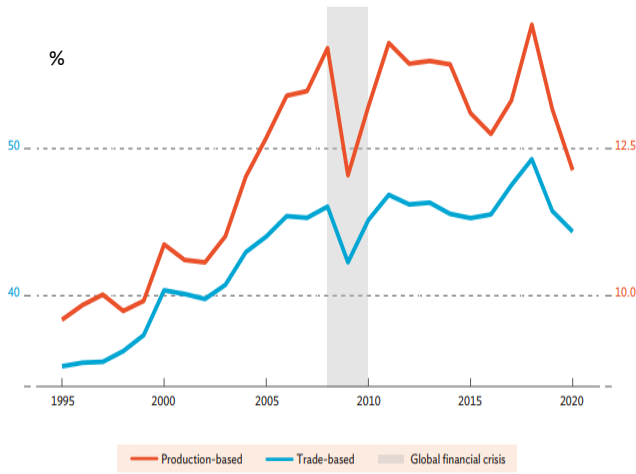
图 17：2008 年全球金融危机后贸易全球化的趋势有所减缓



数据来源：1960 年以前的数据来自 Our world in Data，之后的数据来自于 WTO，西南证券整理

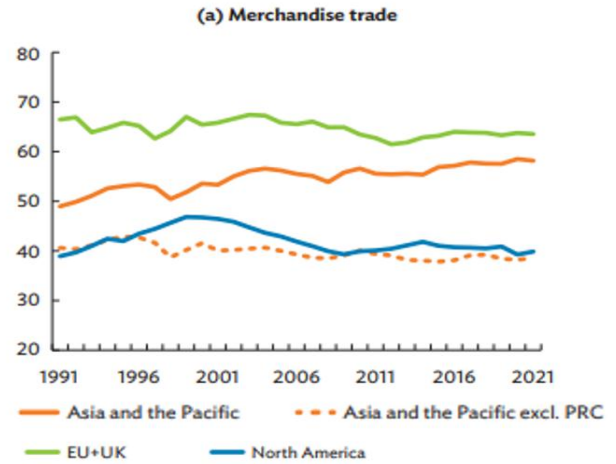


图 18: 2020 年新冠疫情再度拖累了全球价值链的参与率



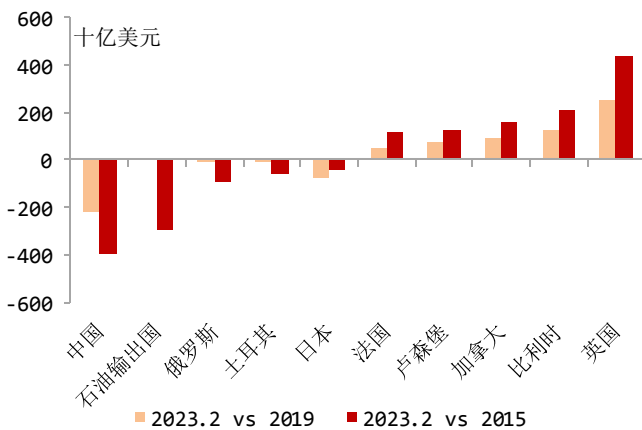
数据来源: WTO, 西南证券整理

图 19: 亚太商品贸易中区域内的贸易占比提升较快



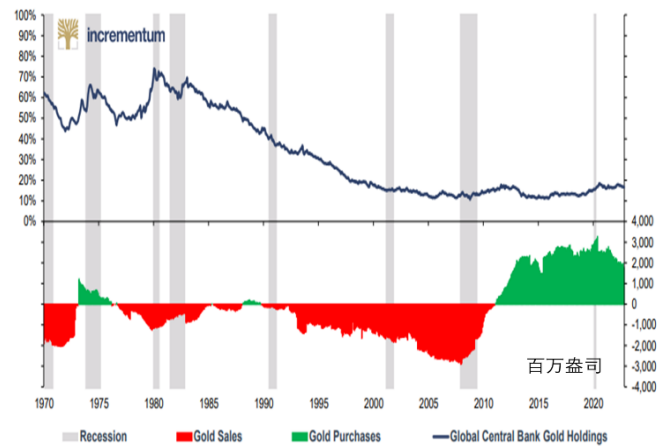
数据来源: AEIR, IMF, 西南证券整理

图 20: 对比 2015 年减持 (增持) 美国国债 TOP5 国家



数据来源: 美国财政部, 西南证券整理

图 21: 全球央行黄金持有占外汇储备比重变化, 以及 5 年期滚动黄金购买量



数据来源: In Gold We Trust, 西南证券整理

## 4.2 人民币国际化机遇已至

3 月, 沙特阿美旗下子公司 AOC 以 24.3 元/股的价格收购荣盛石化 10% 加一股份, 进一步巩固原油采购业务的合作关系, 荣盛石化获取每日 48 万桶的长期稳定的原油供应; 巴西也与中国达成协议, 不再使用美元作为中间货币, 而是以双方本币进行贸易; 俄罗斯总统普京表示, 俄罗斯准备使用人民币用于与其他国家的外贸结算。人民币国际化这一话题再度引起市场广泛关注。2009 年中国央行开始推动人民币国际化以来, 人民币的国际地位不断提升, 目前已经成为全球第五大国际货币。据央行公布的《2022 年人民币国际化报告》, 2022 年一季度人民币国际化综合指数为 2.86, 同比上升 14%, 呈现出逐年上行的态势, 但较同期美元 (58.13)、欧元 (21.56)、英镑 (8.87) 和日元 (4.96) 相比仍有较大差距。近年来, 人民币国际化在跨境收支、外汇储备、金融交易、货币互换等多个领域均取得了成果。

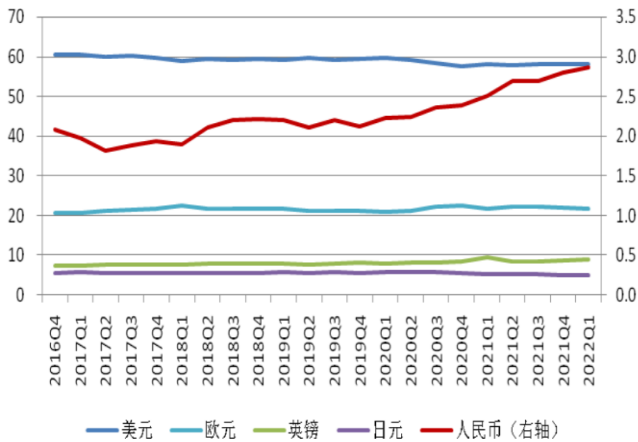
据中国人民大学国际货币研究所 (IMI), 2009-2017 年人民币国际化主要采取的是旧“三位一体”策略, 即推进跨境贸易和投资本币结算、推动离岸金融中心发展和与其他央行签署双边本币互换; 2018 年之后, 央行转而采用新“三位一体”策略, 也就是推动大宗商品交易本币计价、加大向外国机构投资者开放国内金融市场的力度、在周边国家与“一带一路”国家推进人民币计价结算; 2022 年俄乌冲突之后, 人民币国际化迎来新的发展机遇, 有望拓展为新新“三位一体”策略:

**一、把握油气自西向东转移的机会, 推动人民币在大宗商品上的计价和结算。**2021 年, 原油、铁矿石、铜、大豆等主要大宗商品贸易跨境人民币收付金额合计为 4054.69 亿元, 同比增长 42.8%。据俄罗斯央行, 2022 年人民币在俄罗斯进口结算中的比例从 4% 跃升至 23%, 在出口结算中的比例也从 0.5% 大幅抬升至 16%。而美元-卢布在外汇市场交易的比重从 84% 下降至 40%, 美元和欧元在俄罗斯出口结算中的比重从 87% 降至 48%。据俄罗斯财政部最新表态, 俄罗斯与中国间超过 70% 的贸易结算已经转为本币结算, 而一两年前这一比例仅为 30%。近期, 深圳前海联合交易中心 (QME) 表示, 将在天然气、原油等品种寻求突破, 争取用 5 年左右时间, 达到大宗商品跨境贸易年人民币结算量 5000 亿元人民币, 不断扩大在国际大宗商品市场定价影响力。

**二、把握全球安全资产匮乏的机会, 加大向境外投资者提供人民币资产的力度, 比如向外国投资者加大国债发行力度。**人民币资产对全球投资者保持较高吸引力。截至 2021 年末, 境外主体持有境内人民币股票、债券、贷款及存款等金融资产金额合计为 10.83 万亿元, 同比增长 20.5%, 其中人民币债券于 2018 年后成为境外主体持有的最大规模的资产。2018 年离岸人民币债券市场再度迎来飞跃, 中国债市被纳入彭博巴克莱全球综合指数。央行逐渐常态化发行离岸人民币央票, 满足国际投资者对短期限优质高流动性人民币资产的配置需求, 同时完善离岸人民币收益率曲线。地方政府近期也在积极推动地方债国际化, 2021 年, 广东省、深圳市首发离岸人民币地方债, 受到海外投资机构积极认购, 进一步推进人民币国际化。目前人民币资本账户的开放度还比较低, 离岸人民币市场有望率先发展。

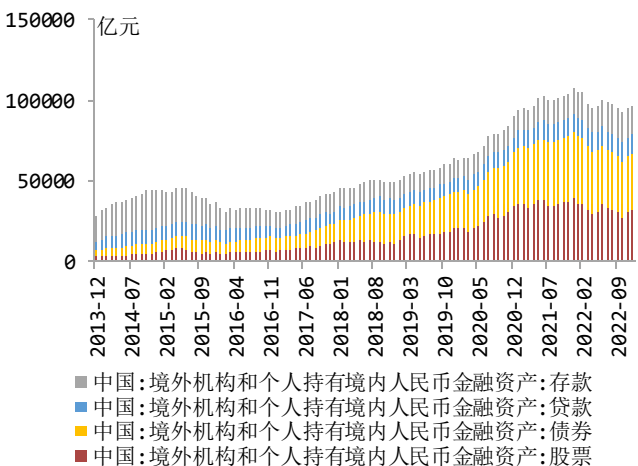
**三、把握逆全球化和区域合作加深的机会, 重点针对 RCEP 区域和“一带一路”国家, 加快金融基础设施的建设。**与德国马克国际化路径 (先在欧洲加强区域化的使用, 逐渐形成欧元) 类似的是, 人民币在周边和区域的使用也取得较大进展。2021 年, 中国与“一带一路”沿线国家人民币跨境收付金额为 5.42 万亿元, 同比增长 19.6%, 占同期人民币跨境收付总额的 14.8%, 人民币区域化进程加快推进。深化人民币在区域中的使用可以通过以下途径: 在经常项目下加强人民币在跨境电商中的使用, 在资本项目下采用“资本输出+跨国公司”的方式走出去, 提升人民币对大宗商品的计价职能, 加强金融基础设施建设 (包括离岸人民币市场、人民币跨境支付系统 (CIPS)、鼓励金融机构走出去) 以及创新人民币计价的金融产品等。

图 22：人民币国际化综合指数持续攀升



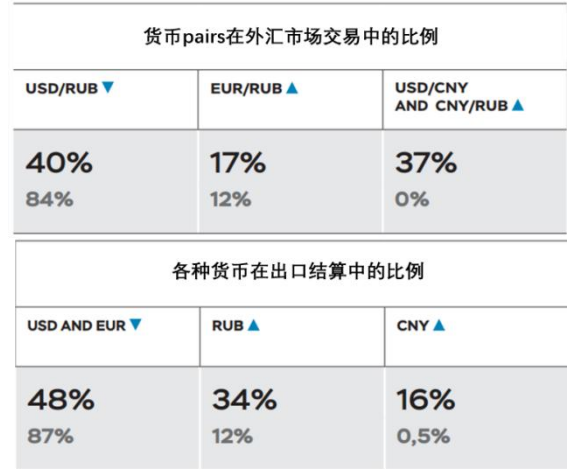
数据来源：中国人民银行，西南证券整理

图 24：境外主体持有人民币金融资产的规模不断扩大



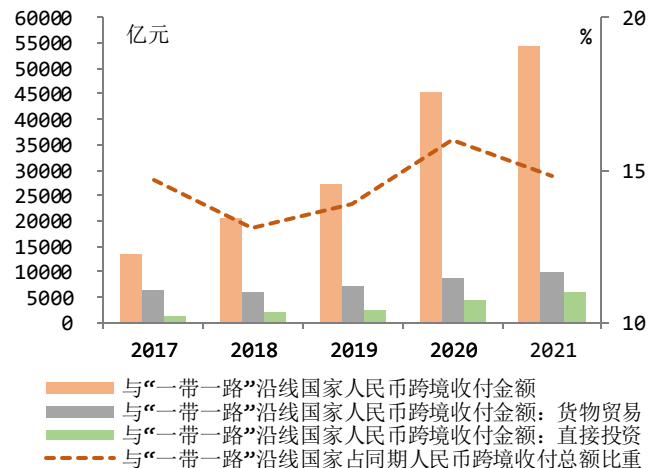
数据来源：wind，西南证券整理

图 23：俄罗斯在外汇交易和出口中使用人民币结算的比例上升



数据来源：The Bank of Russia，西南证券整理

图 25：与“一带一路”沿线国家人民币跨境收付加快发展



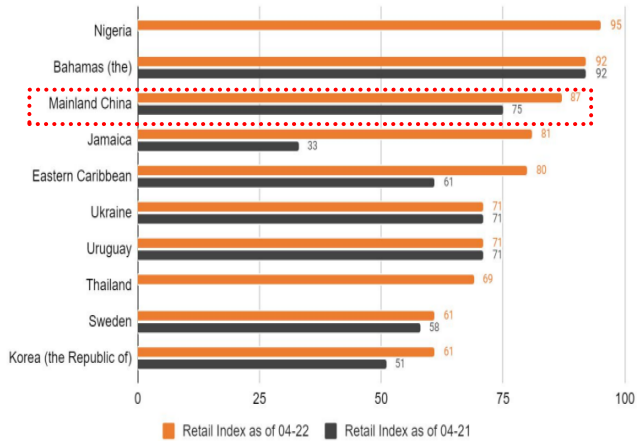
数据来源：中国人民银行，西南证券整理

### 4.3 把握数字人民币的蓝海

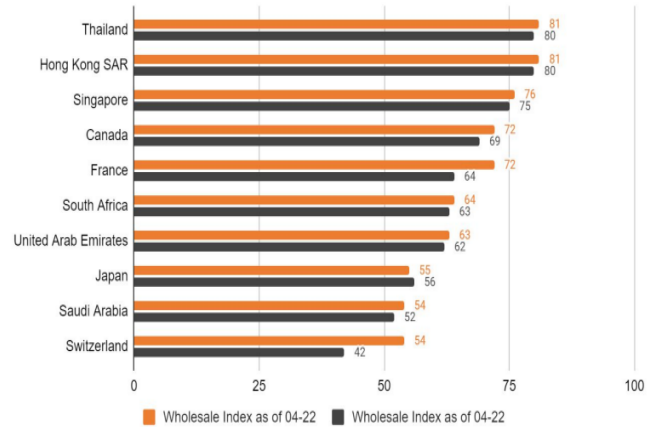
从更加长期的角度来看，数字货币对于现行的国际货币体系也可能形成一定挑战。由于数字货币具有去中心化的特点，一定程度上可以规避国际制裁，代表的例子包括委内瑞拉、伊朗和俄罗斯等。2018年，委内瑞拉正式发行了1亿个由等量桶数石油支持的石油币(petro)，以应对美国的金融制裁；同年，伊朗德黑兰宣布将开发加密货币以绕开现行的SWIFT结算系统；2023年4月，俄罗斯财政部长表示将在今年年底前把数字卢布投入流通。根据国际清算银行的数据，目前有3种正式上线的零售CBDC和至少28个试点项目，超过80%的央行正在考虑或已经推出CBDC，以用于零售或批发支付。

中国的数字货币发展也正在加速，数字人民币可以助力人民币跨境支付降低对SWIFT系统的依赖，进一步推动人民币国际化的进程。2014年，中国成立法定数字货币研究小组，2019年数字人民币开启第一批试点测试。数字人民币目前仅作为零售型的央行数字货币，

定位 MO。目前，数字人民币试点范围已扩大至 17 个省（市）的 26 个地区。截至 2021 年末，数字人民币试点场景已超过 808.51 万个，累计开立个人钱包 2.61 亿个，交易金额 875.65 亿元，试点有效验证了数字人民币业务技术设计及系统稳定性、产品易用性和场景适用性。数字人民币发展潜力巨大，但目前仍处于初期探索阶段，具有相关研发优势的数字货币产业链上的企业有望迎来发展机遇。

**图 26：全球零售 CBDC 指数**


数据来源：PWC，西南证券整理

**图 27：全球批发 CBDC 指数**


数据来源：PWC，西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



**西南证券研究发展中心****上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn