

人民幣國際化與國際貨幣體系*

鄭國漢¹、陳祖旭

(1. 香港嶺南大學前校長)

摘要：2008 年金融危機爆發，令中國政府下定決心推動在國際貿易中盡量使用人民幣，避免在美元陷阱中越陷越深。隨著跨境貿易人民幣結算業務推出，標誌人民幣國際化正式踏上歷史舞臺。在人民幣國際化早期階段，為更好地提升國際化程度，中國政府一度面臨著完全放開資本流動或保持資本管制以維護金融穩定重大抉擇；經過慎重考慮後，中國最終確立人民幣國際化漸進式政策路線。當前，人民幣國際化已經取得一定成果，人民幣在國際使用指數、外匯儲備佔比、國際支付佔比和全球貿易融資佔比等方面均有所提升，但與美元和歐元相比仍有較大差距。美元霸權加劇現存全球貨幣體系不穩定性、誘發發展中國家為應付不穩定性而積累大量外匯儲備令全球總需求出現通縮傾向、令發展中國家輸往發達國家商品價值超越它們從發達國家進口價值而造成國際資源分配不公等弊端。國際貨幣體系改革方案眾多，其中多極國際貨幣體系可行性相對較高。若形成由美元、人民幣、歐元等核心貨幣相互競爭多極貨幣體系，將使全球外匯儲備市場更穩定，降低全球總需求通縮傾向，令國際資源分配更加公平。目前人民幣國際化程度還是遠低於中國相對經濟實力及其國際貿易佔比，人民幣國際化任重道遠。隨著中國經濟發展，未來人民幣國際化程度有望大幅提升，促進多極國際貨幣體系形成。

關鍵詞：人民幣國際化、國際貨幣體系、美元霸權、國際貨幣體系改革

* 收稿日期：2025 年 05 月 23 日；通過日期：2025 年 10 月 21 日。本文根據鄭國漢教授於澳門科技大學廿五周年校慶活動演講整理。鄭國漢教授為原創作者，陳祖旭博士負責整理。

RMB Internationalization and the International Monetary System

Leonard K. Cheng¹; Zuxu Chen

(1. Formerly with Lingnan University of Hong Kong)

Abstract: The 2008 financial crisis spurred China to promote the use of renminbi (RMB) in international transactions in order not to be trapped deeper in a US “dollar trap”. The launch of cross-border RMB trade settlement marked the start of RMB’s internationalization. Early on, China had to choose between fully liberalizing capital flows and maintaining capital control for the sake of financial stability. It opted for a gradualist policy approach. RMB internationalization has made progress, with gains in international usage, foreign exchange reserves, international payments, and global trade finance. Yet, it still lags way behind the US dollar and the Euro. The US dollar’s dominance has contributed to the existing monetary system’s drawbacks that include global currency instability, deflationary bias in global aggregate demand due to the accumulation of currency reserves by developing countries to deal with the instability, and inequality in the international allocation of resources in the sense that the value of exports from developing countries to developed countries exceeds that of their imports from developed countries. Among the various reform proposals for the international monetary system, more feasible would be a multi-polar system whose core currencies include the US dollar, RMB, and the Euro competing with each other. It would make the global currency market more stable, reduce the global aggregate demand’s negative bias, and make the international resource allocation more equitable. RMB internationalization still has a long way to go to match China’s relative economic size and share of international trade. With China’s economic growth, the extent of RMB internationalization may rise much further, thus contributing to the formation of a multi-polar international monetary system.

Keywords: RMB internationalization; International monetary system; US dollar’s dominance; Reform of the international monetary system

一、引言

2008 年金融危機爆發在一定程度上動搖全球投資者對美元資產信心。溫家寶總理曾公開表達對美元資產安全性擔憂。一些國內外專家學者也紛紛對此提出自己看法和建議。時任中國人民銀行行長周小川倡議改革國際貨幣基金組織（IMF），透過擴大特別提款權的規模和用途削弱美元霸權地位，從而降低國際貨幣體系的弊端。美國諾貝爾獎得主克魯曼在評論這個建議之餘，還認為中國作為美國最大的債權國已經深陷美元陷阱。隨後，中國政府下定決心推動在國際貿易中盡量使用人民幣。

中國政府在 2009 年 7 月開展跨境貿易人民幣結算試點業務，允許內地試點地區（上海、廣州、深圳、東莞及珠海）與指定境外地區（香港、澳門及東盟各國）之間跨境貿易可以人民幣進行結算，人民幣國際化進程由此開始。人民幣國際化即是在中國與外國交易中廣泛地使用人民幣作為貿易定價、收支及結算和投融资貨幣。

推動人民幣國際化具有多種意義，包括降低交易成本、減少匯率風險和增加本國貨幣政策空間等。然而，受限於美元長期以來在國際貨幣體系中主導地位和替代它的難度，人民幣國際化進展一直比較緩慢。近年來國際貿易環境發生深刻複雜變化，人民幣國際化面臨新困難，對人民幣國際化提出新挑戰。

二、人民幣國際化的戰略分歧及選擇

在人民幣國際化進程中，中國一直面臨著資本自由流動與金融穩定之間的平衡問題。人民幣國際化是在等價交易原則基礎上為世界其他國家提供人民幣流動性。這要求中國國際收支經常賬戶或資本賬戶中至少有一個存在逆差。結合人民幣國際化早期經常賬戶存在順差的情況下，資本淨輸出是唯一可為世界提供人民幣流動性途徑。還有，若以美元借貸、人民幣償還方式安排債務，將有助於減輕對美元依賴，從而緩解美元陷阱帶來風險。

中國政府早在 1996 年就接受 IMF 關於人民幣經常賬戶完全可兌換性，準備逐步撤除對跨境資本流動管制。不過 1997 年亞洲金融危機令中國政府意識到任由跨境資金自由流動潛在危險。2009 年之後，人民幣國際使用範圍不斷擴大，國際化程

度不斷提升，人民幣國際地位也逐漸得到全球認可。在 2012 年初，人民銀行認為當時是放開資本賬戶戰略機遇，而且風險不高。理由是中國有加入世界貿易組織推動國內改革經驗，認為對金融體制應該也可以實施類似「倒逼」改革策略。對此，國內許多經濟學者均持反對意見。

時在社科院世界經濟與政治研究所的余永定教授認為人民幣國際化的正確途徑是它基本成功後才放棄對資本賬戶管制，而非顛倒過來，以放棄對資本帳管制去成就人民幣國際化。在市場並不完善情況下，資本跨境自由流動很可能是弊大於利。例如，2013 年內地企業利用境內外利差進行跨境套利活動就引發短期資本大進大出的劇烈波動。基於審慎考量，中國政府最終確立漸進式人民幣國際化策略。

三、人民幣國際化的發展、現狀和前景

人民幣國際化是中國長期推進一項重要戰略。2009 年跨境貿易人民幣結算試點的推出，為香港離岸人民幣中心積累初始資金。2011 年，《國家十二五規劃》訂定擴大人民幣跨境使用以及支持香港發展成為離岸人民幣業務中心的政策。¹ 與此同時，香港離岸人民幣市場逐漸完善。離岸市場人民幣存款經過一段時期快速增長，由 2010 年初 630 億元人民幣上升至 2011 年中 5500 億元人民幣。

然而，隨著市場規模擴大，離岸人民幣資金缺乏有效投資渠道問題日益凸顯。針對這一問題，中國政府建立人民幣回流機制，並通過推行人民幣合格境外機構投資者（RQFII）和人民幣點心債等措施，為離岸人民幣提供投資境內市場合規渠道，在一定程度上提升人民幣資產的國際吸引力。2014 年下半年及 2015 年上半年香港離岸人民幣存款一度逼近萬億大關，之後有升有降，在 2025 年一月底存款總額為 9868 億元。

圖一展示人民幣國際化主要成績，橫軸年份代表年初或第一季度數值。為方便數據展示，圖 b 和圖 c 中未包括領先美元和歐元，而圖 d 則未包括領先美元。人民幣貨幣國際使用指數、外匯儲備佔比、國際支付佔比和全球貿易融資佔比有很大的

¹ 中國人民銀行，《2024 年人民幣國際化報告》，2024 年 9 月 30 日，<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5472873/index.html>，瀏覽日期為 2025 年 3 月 26 日。

提升。² 其中人民幣的外匯儲備佔比在近幾年因為人民幣貶值有所下降，2024 年繼續跌至澳幣之下，在全球官方外匯儲備貨幣中排行第七。全球貿易融資佔比增長迅猛，2024 年佔比是 2021 年兩倍以上。儘管如此，人民幣國際地位目前和美元相比仍有較大差距。根據 IMF 和環球銀行金融電信協會（SWIFT）公開數據，2024 年美元在全球外匯儲備、國際支付和貿易融資各項佔比分別約為 59%、47%和 80%。有學者認為到 2035 年美元仍會在國際貿易定價貨幣中佔據主導，除非美國經濟遭受巨大衝擊，人民幣才有機會成為國際貿易定價新主導貨幣。³

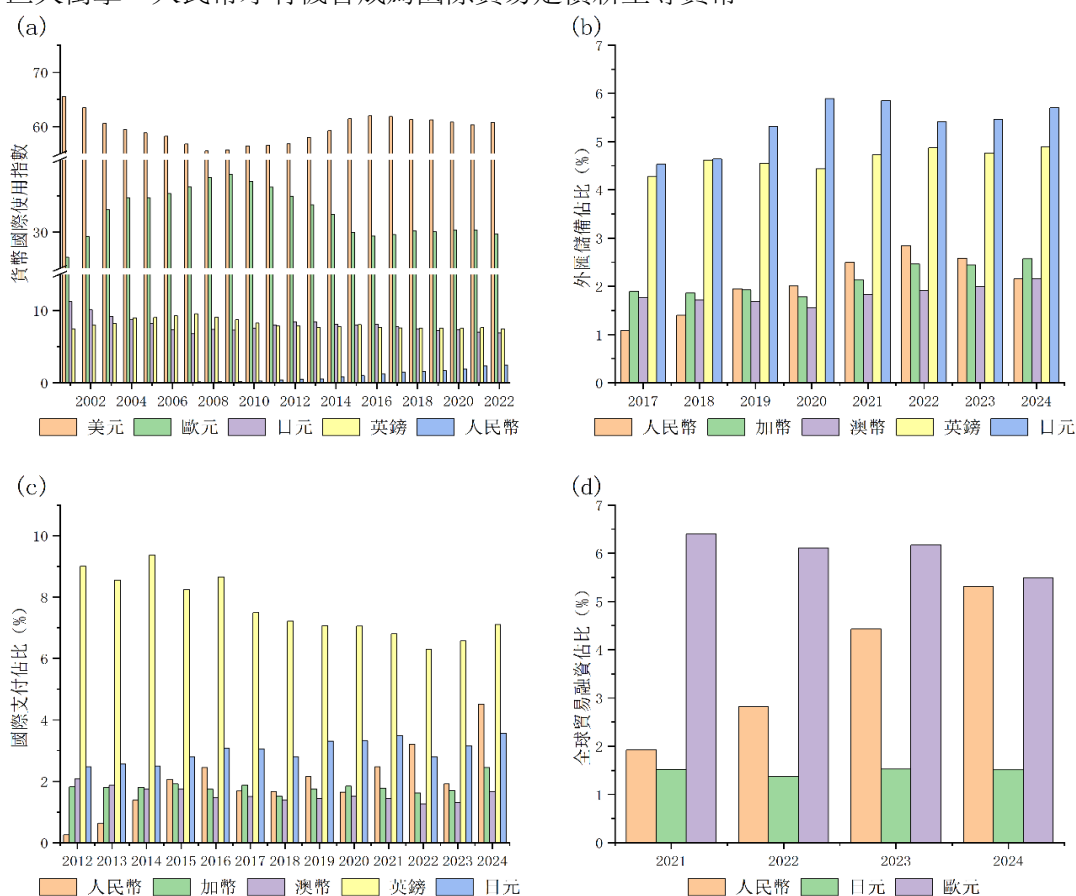


圖1. 人民幣國際化指標

（圖b,c 沒有包括領先的美元和歐元，而圖d則沒有包括領先的美元）

² Bastian von Beschwitz, “Internationalization of the Chinese Renminbi: Progress and Outlook,” <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/internationalization-of-the-chinese-renminbi-progress-and-outlook-20240830.html>. Accessed March 26, 2025.

³ Dmitry Mukhin, “An Equilibrium Model of the International Price System,” *American Economic Review* 2.112 (2022): 650-688.

四、現存國際貨幣體系的弊端

1944 年布雷頓森林體系授予美元獨特中央地位。即使於 1971 年尼克松總統宣佈停止其他國家中央銀行以它們持有美元向美國兌換黃金之後，美元霸權地位並沒有受到重大影響。今天大部分國際貿易，尤其是石油等大宗商品交易，依然是以美元定價，而且美元依然是其他國家持有主要外匯儲備。然而，以美元為主導國際貨幣體系在經過多年運行後暴露出許多問題，主要體現在以下三個弊端。第一，加劇全球貨幣體系不穩定。貿易順差國缺乏本幣升值壓力，而逆差國雖面臨貶值壓力也經常延遲匯率調整。這種調節機制失效導致全球收支失衡持續累積，引發更大經濟波動。特別值得注意的是，美國憑藉美元特權地位更具動機與能力推遲必要匯率調整，從而放大系統性風險。第二，為防範國際收支和匯率風險，部分發展中國家透過貿易順差積累大量外匯儲備，實行自我保險，客觀結果就是把對產品需求冷藏，令全球總需求出現緊縮傾向，除非有其他國家對產品需求超過他們國民收入。美元發行國能通過貨幣創造和國際借貸長期維持巨額貿易逆差，但這種不對稱性只能推遲而不能化解最終危機爆發。第三，包括新興國家在內發展中國家外匯儲備積累本質上是把寶貴資源借給儲備貨幣債券發行國運用。因為發展中國家更需要資源發展，這種逆向資源流動嚴重阻礙全球經濟均衡發展，造成體系不公。

五、國際貨幣體系改革和演化

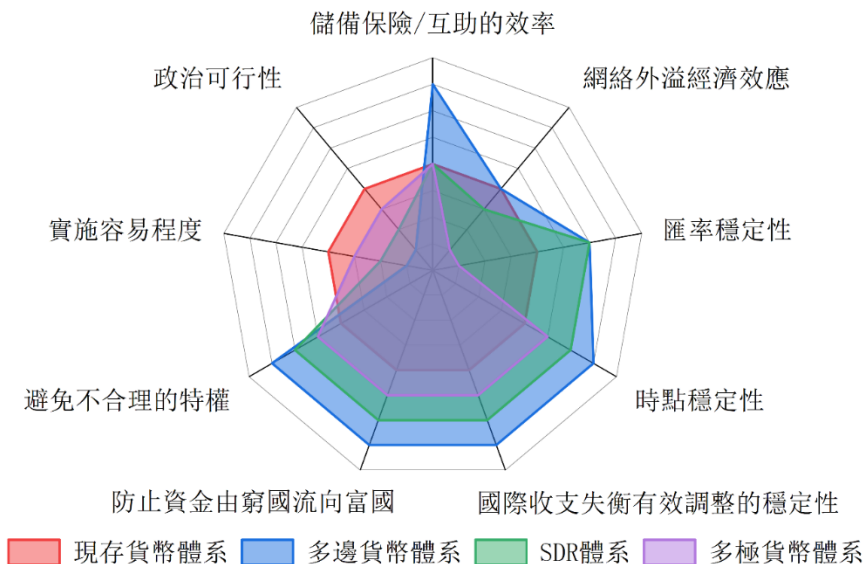
目前國際貨幣體系改革方案主要有四種。第一，修補現存貨幣體系：繼續維持美元霸權但輔以 IMF 管理及協調。第二，建立多邊國際貨幣體系：建立嶄新全球中央銀行體系。第三，建立 SDR 體系：以擴大 IMF 職權、擴大 SDR 規模和應用範疇而建立準全球中央央行體系。第四，建立多極國際貨幣體系：不再有單一主權貨幣佔據統治地位，美元與包括歐元和人民幣在內其他重要貨幣互相競爭滿足全球對國際流動性需求。

如圖二所示，後三種改革方案公平性和穩定性均優於現存體系，但因為多極體系為其他國家儲備貨幣需求提供更多選擇，當危機爆發時容易觸發良幣驅逐劣幣，

多極貨幣體系匯率穩定性可能稍差。⁴ 然而，由於三種改革方案都不同程度地受到美國反對或排斥，政治可行性和實施容易程度普遍將差於現存貨幣體系。其中多邊國際貨幣體系實施最為困難，SDR 體系次之，多極國際貨幣體系可行性相對較高。

從國際政治現實來看，唯一可能超越修補現存體系就是多極國際貨幣體系。原因是美國可以反對甚至否決多邊國際貨幣體系設立和以擴充 SDR 規模和用途為手段的準中央銀行，令它們夭折在會議桌上。但對於多極體系美國只能設障礙，却無權否決。多極貨幣體系將具有一些特徵：體系內最重要的少數核心貨幣都是背靠規模龐大經濟，它們的 GDP、國際貿易和金融體系足以與美國相比，而且都具有與美國同級信譽的決策機構予以支撐。發行核心貨幣的政府在競爭壓力下必須在制訂政策時具有自我約束定力。

在每個核心貨幣圈內可能會有少數次級貨幣。這些次級貨幣可能與圈內核心貨幣掛鉤，也可能同時與數個核心貨幣保持平衡關係。美國部分國債和私人債券將會被其他核心貨幣債券所替代。普通美元危機可能會觸發主權債券突然從美元轉向人民幣或歐元，加速從單極往多極貨幣體系演化，也有利於之前持有大量美元外匯儲備國家擺脫美元陷阱。



⁴ 鄭國漢，〈全球央行可除美元霸權三弊〉，2025年2月20日，
<https://www.hkej.com/dailynews/commentary/article/4003127/全球央行可除美元霸權三弊>，瀏覽日期為2025年3月26日。

六、結語

人民幣國際化於中國而言絕非僅僅是一項經濟舉措。它承載著提升國家金融競爭力和國家安全重大使命，對中國綜合實力穩固與提升有著深遠意義。從更宏觀的視角看，其積極影響輻射至整個國際貨幣體系，人民幣國際化有助於推動該體系朝著多元化、均衡化方向演進。

在這一征程中，政府和企業協同共進，使得人民幣國際化進程收穫階段性成果。如今，人民幣資產在全球範圍內吸引力顯著增強，跨境服務實體經濟能力也實現質的飛躍。不過，當下國際貨幣格局仍較為穩固，除非美國自殘，短期內美元在國際貨幣體系中的主導地位難以被撼動。儘管人民幣國際化已經邁出堅實步伐，但距離成為具有廣泛影響力的主要國際貨幣仍任重道遠。⁵ 這一進程需秉持耐心，審慎、穩健地穩步推進，不可操之過急。隨著中國經濟實力穩步提升，人民幣國際化根基將越發堅實。假以時日，在全球經濟格局深刻調整背景下，有望形成一個由美元、人民幣、歐元等核心貨幣相互競爭、相互制衡多極國際貨幣體系。屆時，全球外匯儲備市場將迎來更為公平、高效、穩定新局面。

⁵ 高海紅，〈人民幣國際化的成就和未來發展〉，2023年11月21日，https://cssn.cn/zkzg/sylbt/202311/t20231121_5697936.shtml，瀏覽日期為2025年5月19日；張禮卿，〈穩慎扎實推進人民幣國際化：發展歷程與路徑探析〉，2024年1月26日，<http://www.rmlt.com.cn/2024/0126/694024.shtml>，瀏覽日期為2025年5月19日。

徵引書目

一、書目與期刊

- [1] Dmitry Mukhin, “An Equilibrium Model of the International Price System.” *American Economic Review* 2.112 (2022): 650-688.

二、電子網路資源

- [1] 中國人民銀行，〈2024年人民幣國際化報告〉，2024年9月30日，
<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5472873/index.html>，瀏
覽日期為2025年3月26日。
- [2] 鄭國漢，〈全球央行可除美元霸權三弊〉，2025年2月20日，
<https://www1.hkej.com/dailynews/commentary/article/4003127/%E5%85%A8%E7%90%83%E5%A4%AE%E8%A1%8C%E5%8F%AF%E9%99%A4%E7%BE%8E%E5%85%83%E9%9C%B8%E6%AC%8A%E4%B8%89%E5%BC%8A>，瀏覽日
期為2025年3月26日。
- [3] 高海紅，〈人民幣國際化的成就和未來發展〉，《人民論壇》，2023年11月21日，
https://cssn.cn/zkzg/sylbt/202311/t20231121_5697936.shtml，瀏覽日期為2025年5
月19日。
- [4] 張禮卿，〈穩慎扎實推進人民幣國際化：發展歷程與路徑探析〉，《人民論壇學術
前沿》，2024年1月26日，<http://www.rmlt.com.cn/2024/0126/694024.shtml> 瀏覽日
期為2025年5月19日。
- [5] Bastian von Beschwitz, “Internationalization of the Chinese Renminbi: Progress and
Outlook”, [https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-
notes/internationalization-of-the-chinese-renminbi-progress-and-outlook-
20240830.html](https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/internationalization-of-the-chinese-renminbi-progress-and-outlook-20240830.html). Accessed March 26, 2025.

第一作者（通訊作者）簡介

鄭國漢，香港嶺南大學前校長，香港科技大學工商管理學院前院長，前經濟學講席教授。研究方向為國際貿易與投資、貨幣危機、應用博弈論

通訊地址：香港屯門青山公路八號嶺南大學

通訊電郵：leonard@LN.edu.hk

第二作者簡介

陳祖旭，澳門科技大學城市與區域經濟學博士生。研究方向為環境經濟

通訊地址：中國澳門氹仔偉龍馬路澳門科技大學

通訊電郵：3240001472@student.must.edu.mo