

DOI:10.16474/j.cnki.1673-8489.2023.08.002

国际货币体系变革与人民币国际化^{*}

◎ 耿亚莹 谭小芬

摘要:本文梳理了近期各国“去美元化”的表现,研究了当前美元储备货币体系的缺陷与国际货币体系的改革方向,剖析了欧元和日元两大主要国际货币的国际化经验,探讨了新形势下如何稳步推进人民币国际化。本文认为,近期各国通过大宗商品与美元脱钩、构建独立跨境支付结算机制、调整外汇储备结构、减持美元资产等方法,展现了“去美元化”的势头。“去美元化”趋势表明当前以美元为中心的国际货币体系存在重大缺陷,主要的改革方向包括多元储备货币体系和超主权储备货币,其中多元储备货币体系是中短期内国际货币体系最可能的演进方向。在多元化储备货币体系形成的过程中,中国要抓住这一历史机遇,稳步推进人民币国际化。在借鉴欧元和日元国际化经验的基础上,人民币国际化应着力提升人民币计价与结算占比,构建现代化和开放的中国金融体系。

关键词:人民币国际化;去美元化;国际货币体系

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

近年来,“去美元化”进程呈现加速趋势。“去

美元化”是一国减少依赖美元作为储备货币、交易媒介和计价单位,转而寻找其他方式进行国际贸易和金融交易的进程。长期以来,美元在国际货币体系中占据主导地位,作为大宗商品交易媒介、央行储备货币、国际贸易结算货币被广泛使用。但随着世界贸易、金融和投资的联结日益紧密,建立稳定与公平的全球金融体系显得愈发重要,过度依赖美元会增加全球经济的脆弱性和失衡程度。与此同时,随着经济总量的增长,新兴经济体日益渴望更加多元化、更具有韧性的国际金融体系。面对世界格局的深刻变化,美国对其经济政策的外溢效应关注不够,反而高举“美国优先”的大旗,滥用美元霸权,频繁实施宽松货币政策,加大对竞争对手和异己国家的打压,主动挑起贸易摩擦、扩大科技封锁、滥用金融制裁。这促使越来越多的国家通过大宗商品与美元脱钩、构建独立跨境支付结算机制、调整外汇储备结构、减持美元资产等方法,降低对美元的依赖程度。

“去美元化”表明美元在国际货币体系中的主导地位正在被削弱,国际货币体系面临重塑,这给人民币国际化的发展带来机遇。2009年开始,中国

作者简介:耿亚莹,中国社会科学院亚太与全球战略研究院助理研究员;谭小芬,北京航空航天大学经济管理学院教授、博士生导师。
^{*}基金项目:本文获国家社科基金重大项目“负利率时代金融系统性风险的识别和防范研究”(项目编号:20&ZD101)资助。

启动跨境贸易人民币结算试点和双边货币互换,在资本项目管制的背景下,尝试通过贸易结算和跨境投融资创新,逐步推进人民币国际化进程。目前,人民币国际化取得一系列阶段性的突破和进展。2023年第一季度,人民币在全球外汇储备中占比达2.58%,是全球第五大储备货币。2023年6月,人民币国际支付份额为2.77%,是全球第五大支付货币。2022年,人民币在全球外汇市场的交易量占比为7.0%(单位为200%),排名第五。2022年5月,国际货币基金组织(IMF)将人民币在特别提款权(SDR)中权重由10.92%上调至12.28%。人民币越来越得到国际投资者的认可,在跨境支付、投融资、外汇交易和国际储备等领域发挥越来越重要的作用。

然而,人民币国际化并不能一蹴而就,甚至可以说,目前的人民币尚不具备真正成为国际结算货币、储备货币和投资货币的条件。这既与国际货币体系演变的网络效应和路径依赖有关,也与人民币金融体系建设、资本账户管制等因素有关。在2023年6月全球支付结算中,美元占比42.02%,欧元占比31.25%,人民币仅占2.77%。在2023年第一季度全球外汇储备货币中,美元占59.02%,欧元占19.77%,人民币仅占2.58%。在2022年全球外汇市场交易中,美元占88.4%,欧元占30.5%,人民币仅占7.0%。人民币距离真正的国际化任重而道远。

党的二十大报告提出“有序推进人民币国际化”。人民币国际化是一个渐进式发展过程,这一过程具有长期性、复杂性和艰巨性,更涉及世界政治经济格局的深刻演变和国际货币体系的长期演进。因此,系统梳理当前全球“去美元化”的背景,研究国际货币体系的缺陷与改革方向,借鉴此前主要货币国际化的经验,都对科学谋划人民币国际化的未来发展路径、推动人民币逐步成为具有广泛影响力的主要国际货币具有重要的理论和现实意义。

本文梳理了近期各国“去美元化”的表现,剖析了当前国际货币体系的缺陷和改革方向,总结了

欧元和日元两大货币国际化的经验,探讨了新形势下如何稳步推进人民币国际化。本文的研究结果表明,当前,各国展现出“去美元化”的势头,主要表现为:大宗商品与美元脱钩;美元在外汇储备中份额下降,伴随着非传统储备货币的崛起;各国建立SWIFT系统之外的替代性支付结算系统,代表性系统包括俄罗斯金融信息传输系统、人民币跨境支付系统和欧洲的贸易往来支持工具;各国官方部门加大对美国国债的抛售力度;随着数字货币的兴起,各国央行对法定数字货币高度重视,陆续开展研发与试点工作;全球央行增持黄金。“去美元化”的趋势反映出当前以一国的主权货币作为中心货币的国际货币体系蕴含着重大缺陷。在不同利益诉求下,全球各经济体提出了一系列国际货币体系改革的方案,主要有两大方向:一个是多元储备货币体系,另一个是超主权储备货币。两种方案各有优劣。多元储备货币体系通过引入竞争机制抑制储备货币的超发,但是只能缓和,并不能完全克服特里芬难题。超主权储备货币是一种较为理想的方案,能够一劳永逸地解决特里芬难题,但是需要主要经济体有足够的合作意愿,付诸一致行动。两相比较之下,多元储备货币方案是短期和中期内更加现实的改革方向,也是国际货币体系在可预见的未来最可能的演进方向。欧元和日元均踏上过国际化的历程,国际地位得到大幅提升。通过对欧元和日元国际化经验的分析发现,欧元国际化相对成功,而日元国际化失败有两个重要的影响因素,即货币计价结算职能的提升和发达的金融市场。“去美元化”为人民币国际化带来难得的发展机遇期,在充分借鉴主要货币国际化经验的前提下,推进人民币国际化应当提升人民币计价与结算占比,推动人民币在大宗商品交易中的计价与结算,加快跨境人民币支付清算系统的建设,积极探索数字人民币跨境使用,还应当着力构建现代化和开放的中国金融体系,提升境内金融市场的深度和广度,将中国香港^①打造成活跃的离岸人民币中心,进一步加强中国内地与中国香港市场的互联互通。

^① 本文所有“香港”字样指中国香港地区。

一、“去美元化”的尝试和表现

“去美元化”的背景主要是美国滥用美元霸权，将美元武器化，导致其他国家美元储备面临风险，同时，美国的货币政策对其他国家产生了严重的外溢影响。地缘政治风险的上升加速了国际货币多元化进程，各国央行纷纷调整外汇储备结构。尤其是2022年以来，地缘冲突、能源危机、美联储激进加息等宏观风险急剧上升，为平衡风险，各国减少美元资产暴露，增持非美货币和黄金，大力发展数字货币，以减少对美元的依赖。

（一）国际大宗商品出现与美元脱钩迹象

布雷顿森林体系解体后，美元与黄金脱钩使得美元缺乏作为全球储备和结算货币的合理基础，美国政府开始以国际石油贸易作为突破口，建立“石油美元”体系，即 OPEC 成员国一边以美元作为唯一结算货币进行石油贸易，一边将出售石油所获得的美金重新投资到美国金融市场，形成石油美元的环流。“石油美元”体系可以看作是“黄金美元”体系的一种替代或者补充，石油成为美元的信用背书，为美元在国际货币体系中的核心地位提供了新的支撑。至此，石油代替黄金，成为新的美元之锚。

近年来，石油和天然气等大宗商品开始了“去美元交易”的进程，多个国家尝试以非美元货币结算石油贸易。在美国经济制裁的影响下，伊朗从2012年开始在国际石油贸易中采用本币结算、易货贸易、石油换黄金等多种结算方式。俄罗斯与多国签署了石油贸易本币结算协议，推出了以卢布计价的原油期货，建立天然气交易所主推以卢布计价的天然气交易。中国作为世界上最大的石油进口国，致力于扩大人民币在石油贸易计价和结算方面的作用，包括推出人民币计价和计算的原油期货，在与俄罗斯的天然气交易中使用本币，与法国达成人民币结算的第一笔液化天然气交易。

（二）各国央行调整外汇储备结构

地缘政治风险和美国的政策不确定性提高了市场主体分散投资风险的意愿，更多国家的中央银行开展外汇储备多元化管理。2022年年底美国国

债总量达31万亿美元，占GDP的比重已经超过了120%。从美联储2022年加息开始，国债的平均利率大概上行了1个百分点，额外的3000亿美元利息支出相当于年赤字额的20%以上，对财政造成显著压力。近期，美国银行业危机放大了市场对美国政府财务压力的担忧，削弱美联储紧缩的定力以及美元的保值能力，而地缘政治风险增加了各国对于美元资产安全性的担忧。根据IMF发布的官方外汇储备货币构成（COFER）数据，截至2023年第一季度，美元占全球外汇储备比重为59.02%，对比1999年年末的71%下降明显，为近三十年以来的较低水平，充分表明美元在外汇储备中的主导地位呈下降趋势。

美元在储备货币中的下降并没有匹配其他传统货币（欧元、日元和英镑）的上升，相反，此前在储备资产组合中微不足道的非传统储备货币正在崛起。非传统储备货币是指除美元、欧元、日元和英镑以外的货币。2020年年末，人民币、澳元、加元和瑞士法郎占了非传统储备货币的71%，剩下的29%由三大欧洲货币（瑞典克朗、挪威克朗和丹麦克朗）和四大亚洲货币（韩元、新加坡元、新西兰元和港元）组成，两者几乎各占一半（Arslanalp et al., 2022）。在过去20年间，全球持有的非传统储备货币由1999年约300亿美元上升至1.2万亿美元。1999—2021年，美元下降的份额四分之一转移至人民币，四分之三转移至其他非传统储备货币。2021年，非传统储备货币在全球储备中的占比首次超过了10%，表明储备货币逐渐走向多元化。

（三）构建独立的支付清算系统

在俄乌冲突持续发酵的背景下，欧美对俄罗斯制裁措施进一步升级，包括将部分俄罗斯银行排除在SWIFT系统之外。SWIFT系统是世界领先的金融报文传送服务机构，为全球社群提供金融报文传送平台和通信标准。尽管SWIFT尽可能保持自身中立性，但是由于拥有海量的金融信息，以及在国际支付清算中的重要地位，切断SWIFT意味着银行间交易金融信息传输被切断，不仅影响跨境交易，也影响境内交易；不仅影响美元交易，也影响其他诸多币种交易。因此，美国和欧盟开始将SWIFT用作对

其他国家进行金融制裁的武器。SWIFT 武器化曾两次被应用于对伊制裁，一次被应用于对朝制裁。各国已察觉到 SWIFT 武器化带来的风险，尝试着寻找 SWIFT 系统以外的替代性支付结算体系，保障企业免受美国金融制裁的波及。

2014 年克里米亚危机中，美国对俄罗斯 7 家银行发行的银行卡进行制裁，冻结相关银行卡的支付功能，并威胁将俄罗斯排除在 SWIFT 系统之外，致使俄罗斯深刻意识到构建本国支付清算系统的重要性，因此开发了自己的金融信息传输系统（SPFS）。2017 年 12 月，SPFS 系统承载了第一笔涉及非金融企业的交易。到 2018 年 3 月，超过 400 家金融机构接入了 SPFS。2022 年 4 月，大多数俄罗斯金融机构和来自至少 12 个国家和地区的 52 家外国机构成功接入 SPFS。2023 年 1 月，伊朗加入 SPFS 系统，以绕过对其金融基础设施的严厉制裁。随着协议的生效，52 家伊朗银行和 106 家俄罗斯银行成功连入 SPFS。

人民币跨境支付系统（CIPS）是人民币跨境支付清算业务的批发类支付系统。当前，CIPS 跨境支付服务网络覆盖面平稳扩展。截至 2023 年 6 月末，CIPS 系统共有参与者 1452 家，其中直接参与者 89 家，间接参与者 1363 家，实际业务覆盖全球 182 个国家和地区的 4200 多家法人银行机构。2022 年，CIPS 系统处理业务 440.04 万笔，金额 96.70 万亿元，日均处理业务 1.77 万笔，金额为 3883.38 亿元。

英国、法国、德国三国在 2019 年发起创立“贸易往来支持工具”（INSTEX），该机制不使用美元结算，旨在帮助欧洲企业绕过美国对伊朗的单方面制裁，继续与伊朗进行合法贸易活动。与 SWIFT 不同，以欧元进行结算的 INSTEX 采取易货交易机制。2019 年 6 月，比利时、丹麦、芬兰、荷兰、挪威和瑞典等六位新成员加入了 INSTEX。2020 年 3 月，欧洲同伊朗在 INSTEX 结算机制下达成首笔易货贸易。

（四）官方部门减持美国国债

美元作为国际储备资产的吸引力在逐渐下降。美国财政部公布的国际资本流动报告（TIC）显示，2022 年，海外投资者增大了对美国国债的抛售力度。

2021 年 12 月，海外投资者持有美国国债规模达 7.74 万亿美元，而到了 2022 年 10 月，规模缩减为 7.13 万亿美元，减持美国国债超过 6000 亿美元。

美国国债的两位最大“债主”——中国和日本，已经减持到多年来的低位。作为美国国债的海外最大持有国，2023 年 5 月，日本持有美国国债规模为 1.0968 万亿美元，较 2022 年 1 月减持了 2031.33 亿美元。日本曾于 2022 年 7—10 月连续四个月减持美国国债，最低减持至 1.06 万亿美元的水平，为 2020 年 1 月以来的新低。与此同时，中国 2023 年 5 月持有美国国债规模为 8467.27 亿美元，较 2022 年 1 月减持了 1870.77 亿美元，为 2010 年 5 月以来的最低水平。中国曾于 2022 年 8 月—2023 年 2 月连续七个月减持美国国债，总持仓连续七个月创 2010 年 5 月以来新低，为 12 年来首次低于 1 万亿美元关口。俄罗斯自 2018 年起大幅抛售美国国债，持有国债规模从 2017 年超 1000 亿美元的高峰降至 2023 年 5 月的 3600 万美元，几乎清空了所持有的美国国债，达到历史最低水平。法国、沙特、以色列等多国自 2022 年以来也抛售了大量美国国债。

（五）大力发展数字货币

数字货币成为全球“去美元化”的新生力量。数字货币的一大特点为“支付即结算”，减少用户对于银行账户的依赖，从而在部分场景下绕开银行等金融媒介，可以在一定程度上规避美国的金融监管和制裁。

当前，有超过 90% 的国家正在积极探索央行数字货币，其中 54% 的国家计划 6 年内推出（Kosse & Matteti, 2022）。中国作为最早研究央行数字货币的国家之一，于 2014 年成立法定数字货币研究小组，开始对发行框架、关键技术、发行流通环境及相关国际经验等进行专项研究。截至 2022 年 8 月 31 日，15 个省（区、市）的试点地区累计交易 3.6 亿笔，交易金额达 1000.4 亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过 560 万个。其他多国也正处于对央行数字货币的研究、测试和推出阶段。日本于 2020 年开始了央行数字货币的试点计划。2023 年 3 月，日本银行启动新阶段试点计划，计划开发一个实验系统，以集成的方式配置中央系统、中间网络系统、

中间系统和端点设备。俄罗斯中央银行于 2017 年 10 月宣布计划推出数字卢布，并于 2021 年 12 月，宣布数字卢布的雏形搭建完成，数字卢布交易测试成功。欧洲中央银行于 2021 年 10 月启动数字欧元项目，其目标是开发一种由欧洲中央银行发行的快速、安全的电子支付工具，以现金和银行账户等形式为个人和企业补充欧元。当前，项目正处于探索阶段。

单独国家央行发行数字货币，更多是从本国出发，使用不同标准和不同模型。如果要将数字货币应用于跨境支付，则需要各国央行数字货币之间实现互联互通。一个方案是创建多边央行数字货币（multi-CBDC）平台，让多个中央银行可以发行和交换各自的央行数字货币。当前比较有代表性的是多边央行数字货币桥（mBridge）项目（BIS, 2022；王剑、尹铁帆，2023）。mBridge 项目由国际清算银行（香港）创新中心（HKC）和香港金融管理局（HKMA）、泰国银行（BOT）、阿联酋中央银行（CBUAE）和中国人民银行数字货币研究所（PBCDCI）联合发起。mBridge 项目构建目标包括改进针对国际支付关键问题的解决方案，推进中央银行资金的跨境结算，支持在国际交易中使用本国货币，为新的和创造性的支付产品和服务创造机会。mBridge 项目应用分布式记账技术（DLT），通过同步交收（PvP）机制，来支持实时、点对点、跨境支付和外汇交易。因此，与现有的代理银行模式相比，其在速度、透明度、效率、弹性、可访问性、成本和降低结算风险方面更具优势。

（六）中央银行显著增持黄金

近年来全球各央行显著增持黄金。根据世界黄金协会的数据，2022 年，全球央行净购金量为 1136 吨，是有记录以来最高的年度净购金量。2023 年，全球央行的购金趋势依然持续。2023 年第一季度，全球官方黄金储备增加 228 吨。其中，增持黄金最多的是新加坡，增持了 68.67 吨，其次是中国、土耳其和印度。俄罗斯央行也宣布于 2022 年 2 月—2023 年 2 月，增持了 31 吨黄金。国家外汇管理局的数据显示，截至 2023 年 6 月，我国黄金储备达 6795 万盎司，这是我国自 2022 年 11 月以来，连续

八个月增持黄金。

二、国际货币体系的主要缺陷和改革方向

随着全球金融一体化程度的提高，一国的危机比以往更容易传导到世界各个角落。2008 年全球金融危机充分暴露了当前国际货币体系依赖单一主权信用货币所蕴含的巨大风险，现行国际货币体系存在某些深层次缺陷。联合国国际货币与金融体系改革小组对作为战后国际货币体系核心问题的储备货币制度本身提出批评，认为以美元为主导的国际货币体系不稳定、不公平，不能够实现全球的充分就业，且在 2008 年全球金融危机中放大了整个系统的风险（UN, 2009）。IMF（2010）也指出，国际货币体系存在诸多缺陷，包括全球经常项目失衡、资本流动规模巨大且频繁、国际收支失衡缺乏自动调整机制、国际储备资产大量累积、危机期间无法确保充足的国际流动性、美元作为储备资产等。其中最主要的缺陷有两个：一是全球储备资产需求相对美国经济总量在上升，巨大的储备资产需求与有限的储备资产供给之间存在矛盾；二是美国国内政策目标优先与国际货币稳定之间存在冲突。面对上述缺陷，国际货币体系改革的方案大致可以分为两个层面：一是从需求层面，降低各国的国际储备需求，包括增强汇率弹性、加强全球审慎监管以抑制资本流动对金融系统的冲击、成立第三方保险基金以及发挥 IMF 最后贷款人的功能，并以区域性资产池和双边互换作为补充；二是从供给层面，促进储备货币资产供给的多样化，包括多元储备货币体系和超主权储备货币两个方向。

（一）方向之一：多元储备货币体系

多元储备货币体系下，美元、欧元、人民币等几种主要货币共同构成全球储备货币，其他货币根据其实际情况选择与这几种主要货币挂钩。多元储备货币体系的优点在于，通过引入优胜劣汰的竞争机制，重塑储备货币发行国财政和货币政策的纪律，有助于抑制储备货币的超发。同时，特里芬难题也会因为被多种储备货币分担而变得相对缓和

(张礼卿, 2021)。在多元储备货币体系下, 企业对外贸易需要使用多种货币计价、结算, 其面临的汇率波动风险加大, 因此, 贸易联系紧密的国家往往使用其中某一种储备货币, 导致多元储备货币体系可能演化为若干个储备货币区。这种多元化储备货币体系被蒙代尔形象地称之为全球金融稳定性三岛 (Mundell, 2000)。

然而, 多元储备货币体系也同样存在缺陷。一是基于多元化、竞争性的储备货币体系并不能完全克服现有体系中的特里芬难题, 因为它同样没有解决主权货币充当储备资产的问题。特里芬两难仍然存在, 只不过从美元变成了多种国家的货币。二是多元储备货币体系会给全球带来不稳定性。由于各种储备货币都存在兼具深度和流动性的市场, 而且相互之间可以替代, 中央银行一旦调整储备资产结构, 汇率就会变得不稳定。如果对其中一种储备货币的信心发生动摇, 就可能导致中央银行抛售这种货币, 加剧该储备货币发行国的金融恐慌。同时, 其他储备货币发行国的汇率急剧升值, 导致汇率波动幅度更大、持续时间更长, 给国际货币体系增添了新的不稳定因素, 给国际贸易和投资决策带来巨大的成本。三是为避免汇率的过度波动, 多元储备货币体系下主要国家应该回归固定汇率制度安排。但是, 在资本自由流动的情况下, 固定主要货币的汇率需要国际政策协调与合作, 以及牺牲货币政策独立性, 这在政治上是行不通的。此外, 一旦对货币政策和财政政策进行约束, 这些储备货币发行国的问题会更严重, 难以应对贸易逆差上升引起的总需求不足。四是降低了单一储备货币的网络外部性。在多元储备货币体系中, 国际贸易和金融交易使用几种货币, 其成本高于单一货币体系, 而且, 企业采用多种货币计价和结算, 面临的汇率风险加大。五是多元货币体系并没有解决当前货币体系的不平等性。一国将外汇储备分散为多种储备货币, 不能改变发展中国家的自我保险倾向和预防性储备的积累, 从而也无法解决美元本位下的全球总需求不足、通货紧缩倾向和全球经济失衡问题。在多元储备货币体系下, 国会持有更多储备以避免经济波动, 铸币税也被主要发达经济体分享, 发展中国家依然处于不平等的地位。

(二) 方向之二: 创建超主权储备货币

超主权储备货币可以作为多元储备货币体系的补充, 或者更高层次的国际货币体系。超主权货币可以是改进后的 SDR, 也可以是完全不同于 SDR 的全球货币。全球货币可以是取代国别货币的共同货币, 也可以是与国别货币同时流通的平行货币。超主权储备货币能一劳永逸地解决广义特里芬两难。这是因为, 超主权储备货币的发行能够与任何国家的经常账户赤字脱钩, 从而克服全球国际收支失衡, 且超主权储备货币发行不会面临国内货币政策与全球流动性需求之间的冲突。同时, 发行超主权储备货币, 美国无需再维持经常项目逆差来满足全球对储备货币的需求, 其他国家也无需积累巨额的外汇储备, 在面对外部冲击时可以使用超主权储备货币稳定本币汇率。因此, 超主权储备货币能够有效提升全球货币体系的公平性和稳定性, 减少全球经济失衡, 促进全球经济增长 (UN, 2009)。

超主权储备货币是一种较为理想的方案, 可以彻底解决特里芬难题带来的内在不稳定性。但是, 该方案需要主要经济体在政治上具有足够的合作意愿。单一世界货币需要建立世界中央银行, 这需要世界各国, 尤其是主要经济体之间凝聚共识并能够通过一致行动加以实施。这并不容易, 大多数国家不会轻易放弃货币主权, 主要货币经济体更是如此。即便成功达成协议, 参照欧元区的经验, 超主权货币也将面临各种问题。例如, 欧债危机爆发时, 德国和法国反对货币政策过度宽松, 意大利和希腊等国又受到偏紧的货币政策的负面影响。货币统一而财政不统一, 也是超主权货币之后可能面对的困难。

基于 SDR 的超主权货币方案也受到重重阻碍。当前, SDR 在全球货币体系中的地位仍然很低。SDR 的使用范围局限于政府或国际组织之间的国际清算, 很少进入私人市场。SDR 只是一种记账货币, 在国际经济交易中不能直接进行采购或投资, 也不能直接用于外汇干预和偿付跨境债务, 而必须先与其他成员国交换成可自由使用的货币。因为美元具有网络外部性、规模经济和范围经济形成的惯性, SDR 难以取代美元作为国际交易货币。同时, SDR 的分配和使用, 需要征得 IMF 理事会 85% 以上投票权才能通过, 美国在 IMF 占有 17% 的投票权,

实际享有一票否决权。如果美国担心 SDR 的广泛使用会削弱美元的地位,则可能对 SDR 的发展持消极甚至抵制态度,将导致 SDR 难以取得长足发展。总体来看,SDR 只是一种账面资产,没有国家信用和金融市场的支撑,私人部门流动性很弱,而且还受到美元垄断优势、网络外部性和美国政治的阻碍,短期内建立超主权货币的难度很大。

因此,创建超主权储备货币是一种成本更高、涉及利益调整更为剧烈的制度安排(Rogoff, 1999),它可能成为国际货币体系在中长期的演进方向。虽然存在很多技术上的困难,但是随着国际竞争格局的改变,依然存在着一些机会。就基于 SDR 的超主权货币方案而言,2009 年,为了帮助应对全球金融危机,IMF 分配了 2500 亿美元 SDR。在新冠疫情加剧财政支出限制之际,IMF 再度分配了 6500 亿美元 SDR。未来,在面临全球流动性危机时,仍然有望继续扩大分配,并成为多元储备资产体系中的一个逐渐重要的组成部分。

相较之下,多元储备货币方案是短期和中期内更为现实的改革方向。该方案是基于竞争的自然选择,并不需要各国之间拥有共同的政治意愿,也更容易实现。虽然多元储备货币体系并不能完全克服现有体系中的特里芬难题,因为它同样没有解决主权货币充当储备资产的问题(UN, 2009),但是多元化、竞争性的储备货币体系有利于全球经济体之间的相互制约,在一定程度上符合当今世界经济的多极化格局,也是国际货币体系在可预见的未来最可能演进的方向。

三、货币国际化的历史经验

(一) 欧元国际化的历史经验

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。20 世纪 50 年代至 60 年代,德国出口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,欧洲各国货币逐渐与德国马克建立起固定兑

换的关系。到 1972 年,马克已经成为世界第二大储备货币,为欧元的诞生奠定基础。

20 世纪 80 年代以后,德国成为世界第三大经济体,欧洲第一经济强国。随着德国经济和贸易的发展,马克在国际贸易中的比重也逐步增加。1983—1989 年,德国采取了一系列金融自由化和开放金融市场的措施,包括取消外汇管制、开放本国债券市场、在海外发行马克债券、扩大银行经营业务范围、取消大部分限制金融市场的规定。马克占国际外汇储备的份额不断提高,在 1989 年达到 20% 左右。

欧元在欧洲经济一体化中诞生。1999 年,欧元启动发行。2002 年,欧元成为欧元区唯一法定货币,欧元的国际地位迅速提升。2023 年 6 月,欧洲央行发布《欧元的国际作用》报告,指出欧元在全球外汇储备、国际债务、国际贷款、全球贸易结算、外汇市场交易量的占比平均约为 20%,欧元在国际货币体系中仍是第二大重要货币。

欧元能在国际货币体系中占据如此重要的地位,德国马克为其打下了坚实的基础。二战后,德国经济和贸易迅速发展,同时进一步健全和开放了国内金融市场,增加马克在国际资本市场上的竞争力。欧元诞生后,欧元区国家紧密配合,增加国际贸易中欧元结算的比重,实施统一的货币政策以维护欧元币值稳定。欧元区国家的金融市场具有良好的广度、深度和流动性,为欧元发展成为国际储备和投资货币创造了条件。

然而,欧元区制度也存在缺陷。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。《马斯特里赫特条约》对各国债务和财政赤字进行了严格的规定,这种刚性的标准忽视了成员国可能处于不同的经济状况,加上财政政策由成员国各自掌控,在经济遭遇非对称性冲击时,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。此外,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,从而造成大规模的资产泡沫。事实上,欧元区缺乏统一的中央当局对金融体系实施监管。《马斯特里赫特条约》规定了欧洲央行有一定的监管职能,但是最主

要的监管权力在各国的中央银行手中。这意味着一旦发生金融危机，解决问题将会遇到很大的困难。

（二）日元国际化的历史经验

日元国际化可分为三个阶段：第一阶段为起步阶段（20世纪60年代至70年代末）。1960年7月，日本大藏省将日元列入对外结算指定货币名单，并允许非居民在日本的外汇银行开立可自由兑换和转账的“自由日元账户”，标志着日元国际化的正式起步。1964年，日本实现经常项目可兑换。1970年起，允许发行日元计价的外债，形成欧洲日元市场。1973年2月，实行浮动汇率制度。在这一阶段，日本政府对日元国际化总体持消极态度，担心日元国际化可能会恶化国际收支，冲击境内金融市场，削弱管制效果。

第二阶段为发展阶段（20世纪80年代至90年代初期）。进入20世纪80年代，日本经济高速发展，政府将推进日元国际化正式提上日程。1980年12月实现资本项目可兑换。1986年12月建立东京离岸市场。1988年先后开放了日元商业票据市场和外汇商业票据市场。1989年，对东京离岸市场放松入超管制，废除出超管制，对内开放中长期欧洲日元贷款，解除了对欧洲日元债券和居民海外存款的限制，整体实现欧洲日元市场自由化。1985年后，由于“广场协议”，日元对美元升值，日本海外投资迅速增长。“广场协议”为日元国际化提供了契机，但也为日后的泡沫经济埋下了隐患。1990年，日元在国际贸易中的占比超过了英镑，并且成为仅次于美元、马克的第三大国际储备货币，日元国际化水平达到了巅峰。

第三阶段，停滞调整阶段（20世纪90年代初期至今）。1990年，日本泡沫经济破裂，日本经济陷入“失去的十年”。提振国内经济与振兴国内市场是日本政府的首要任务，对国际化问题较少关注，日元国际化陷入停滞。亚洲金融危机引发了对东亚货币体系的反思，东南亚各国纷纷寻求替代美元的汇率制度，更加重视区域金融合作。同时，欧元的诞生改变了国际货币竞争格局。由此，日本政府更加坚定了日元国际化的推进理念，日元国际化进入调整阶段。在新形势下，日本政府调整了日元

国际化战略的目标和设定范围，区域性战略逐渐替代功能性战略成为日元国际化的主攻方向。前期，日元国际化以“日本对世界”的视角，谋求日元成为全球范围内的主要贸易、储备、金融交易货币。战略调整后，日元国际化着重于扩大日元在亚洲地区的影响力。1997年，日本提出建立亚洲货币基金的设想，但是因美国激烈反对而失败。2000年，日本通过“清迈协议”，奠定了东亚地区区域货币合作框架。近年来，随着亚洲一体化的发展，“亚洲货币单位”的发展并未停下脚步。2006年亚洲开发银行表示要推出“亚洲货币单位”。2019年，亚洲数字货币有限公司推出基于离岸人民币的数字货币稳定币亚元。

然而，日元国际化战略的调整并未改变日元国际地位削弱的趋势。总体看，日元国际化是“昙花一现”后走向了衰落，其失败一般认为有以下三个方面的原因。

一是日本经济增长长期低迷。本国经济持续健康增长是货币国际化的根基（管涛、陈之平，2014）。一国的经济地位往往影响境外持有该国货币的信心，从而影响各项国际货币职能的发挥。日元国际地位的变迁过程基本对应着日本在全球经济规模和贸易投资中的份额变化。20世纪90年代，日本泡沫经济崩溃，陷入衰退，降低了日元在国际市场上的吸引力。从某种程度上说，国际货币体系的格局也是国家间经济实力的映射。

二是日元在国际贸易中计价结算职能的滞后。日元在国际贸易中的计价结算比例始终大幅低于美元和欧元。日本对外贸易结构不平衡。从进口产品结构来看，日本主要进口煤炭、石油等能源资源，这些大宗商品在国际上以美元计价结算。从出口结构来看，日本对美国市场过分依赖，依附美元进行结算。与对美国的出口相比，日本对东南亚地区的出口以日元计价和结算的比例较高，在20世纪80年代中后期比例超过50%。但是日元在东南亚地区的货币交易量没有形成规模上的质变。东南亚地区主要以欧美市场为终端消费目的地，对外出口长期以美元计价，导致日本向亚洲地区以日元计价的出口未取得进展。

三是不健全的金融市场。内外分断的日元国际

化战略对日元国际化进程产生了严重影响(李晓, 2005)。在初期,为了保护贸易和国内金融市场,日本政府对日元国际化的态度是谨慎甚至消极的。进入20世纪80年代,日本政府总体态度比较积极,但是基本上是在美国的压力下进行,更多追求形式上的国际化,没有将重点放在完善和健全国内金融和资本市场,而是将精力集中在如何使国内金融市场免受国外的影响上,一切推进国际化的努力都在确保不冲击国内金融秩序的前提下开展。同时,日本政府以欧洲日元交易的自由化作为日元国际化的发端,主要目的是隔离日元国际化对国内金融体系的影响,同时让日本控制欧洲日元债券市场的发展。但是,欧洲日元债券的参与者主要是日本本国居民,他们为了规避国内金融管制而选择从境外市场获得日元贷款,即欧洲日元债券和欧洲日元贷款业务的扩张主要是因为居民进行“迂回交易”。这既造成了欧洲日元市场的虚假繁荣,还在一定程度上扰乱了国内金融市场的调控。

20世纪80年代至90年代,日本金融机构国际业务急剧扩张,但是日本银行国际贷款却以美元为中心的外汇贷款为主,币种结构中日元的比重不升反降,这使得日本银行实际上只充当了美元的交易中介。这种以非本币的金融交易为中心争取的竞争优势,只能赚取极低且不稳定的中间差价,具有明显的脆弱性,不利于国际金融中心的发展和日元全球影响力的提升。此外,在日本的国债市场,非居民占比较低。截至2023年3月,日本的国债(包括JGB和T-Bill)余额为1220.9万亿日元,其中海外投资者持有国债为178.4万亿日元,占比为14.5%。在日本国债市场发展的过程中,大部分国债被日本公共部门所持有。公共部门对国债市场产生了干扰,使得国债市场流动性低下,价格机制扭曲,无法发挥资本市场定价基准的作用。

因此,内外分断的金融改革战略,导致日本国内金融市场的改革和开放被人为迟滞,其结果严重阻碍了日元国际化的进程,使得日元的作用仅限于辅助和支撑美元地位。直到1996年,日本政府实施“金融大爆炸”改革,放松银行、证券、保险的管制,但是随着日本泡沫经济的破裂,日元国际化的良机已被错失。

四、有序推进人民币国际化

当前,对美元霸权的恐惧、对美元信用的怀疑、对美元武器化的担忧和受美国货币政策负面外溢性的困扰,促使各国逐步推进“去美元化”进程,进而改变国际货币体系中美元一家独大的局面,逐步走向国际货币体系多元化格局。“去美元化”为人民币带来了难得的发展机遇期,在“去美元化”的过程中,各国对美元的需求会逐渐转移至其他货币,会给具有坚实经济交易基础和良好信用的人民币带来更多国际需求。目前,已有法国、巴西、俄罗斯、阿根廷等30多个国家开始在外贸结算或投资中转向使用人民币。例如,2023年3月28日,中海油与法国道达尔公司完成两国第一笔以人民币结算的6.5万吨液态天然气采购合同,法国成为首个与中国用人民币做大宗生意的欧盟国家。2023年3月29日,巴西宣布直接以本币与中国进行贸易结算,取消使用美元作为中间货币。2023年3月底,巴西央行发布《外汇储备管理报告》显示,2022年年底巴西国际储备中人民币占比由2021年年底的4.99%上升至5.37%,不过美元仍然占比80.42%。2023年3月,俄罗斯进出口人民币结算总额由2022年同期19亿美元大幅上升至146亿美元。2023年4月26日,阿根廷宣布从中国进口商品的结算由美元改为人民币。

不过,值得注意的是,不能将“去美元化”简单等同于人民币国际化,“去美元化”和人民币国际化不是直接替代关系,人民币并不能在“去美元化”的同时迅速填补国际货币体系中的空档。美元地位下降为人民币国际地位的提升带来了机会,但并不意味着人民币的国际货币地位必然得到提升。目前,人民币是全球第五大外汇储备货币、第五大贸易和金融支付货币、第五大外汇交易货币。从相对比重来看,人民币与美元、欧元这两大货币相比仍有较大差距。虽然美元的储备地位在过去长期呈缓慢下降趋势,但是美元在全球外汇交易、国际贸易计价乃至国际债券发行中的地位仍然明显上升。如果美元在私人部门使用领域中的地位没有下降,那么储备货币多元化可能不会对美元的国际使用产生实质性的影响(Gopinath & Stein, 2021)。各国央

行的“去美元化”尝试并不意味着人民币能够短期取代美元，人民币国际化的目标不能被简单地定为填补美元地位下降带来的缺口，而是要稳步构建人民币在交易、支付、投资、储备方面扎实的支撑力，同时进行制度性的改革。

在多元化储备货币体系的构建形成过程中，中国要抓住这一历史机遇，稳步推进人民币国际化。中国作为全球最大贸易国，拥有规模经济和范围经济的优势，但是长期以来中国贸易在全球的占比与人民币在全球贸易结算中的占比存在较大差距。在美元主导的国际货币中，这种差距很难被缩小。但是随着“去美元化”进程的不断加速，各国使用美元的意愿下降，基于人民币的非美元支付体系具有发展潜力，人民币极有可能凭借中国国际贸易体量巨大的优势，在跨境贸易结算中扮演越来越重要的角色。同时，中国经济稳健增长给人民币国际化提供了坚实的经济支撑，也让人民币资产对外国投资者的吸引力不断增强。此外，中国稳健的货币政策保持了经济金融和人民币汇率的基本稳定。与发达国家陷入 40 年来的通胀高位相比，币值稳定的人民币将吸引更多国际经济主体在金融交易中使用。

（一）提升人民币计价与结算占比

德国的产品在国际贸易中拥有较高的竞争力，使德国长期保持贸易强国的地位，并且德国出口产品的 80% 是以马克计价的，极大地提高了国际市场对德国马克的需求。相较之下，日元在国际贸易中计价结算职能的滞后，阻碍了日元国际化的发展。日本出口对美国市场过分依赖，依附美元进行结算。在日元计价结算比例较高的东南亚地区，对外出口也长期以美元计价。

支付结算是人民币跨境业务发展的重要形式，是人民币国际化的基石。根据《2022 年人民币国际化报告》，2021 年，人民币跨境收付占同期本外币跨境收付总额的 47.4%，标志着人民币支付结算已有一定的影响力。随着“一带一路”沿线国家和地区与中国的经贸关系日趋紧密，沿线的人民币跨境结算需求不断扩大，为提升人民币支付结算占比带来重大机遇。同时，随着东南亚地区与我国的贸易关系愈发紧密，人民币已经成为东盟地区货币之辅。

本文认为，提升人民币计价和支付结算占比可以从以下四方面发力。

第一，抓住俄乌冲突后油气资源由西向东转移的机会，推动人民币在大宗商品交易中的计价与结算（张明，2022）。俄乌冲突爆发后，欧洲各国政府在 2022 年大幅削减了对俄罗斯化石燃料的购买，俄罗斯的油气出口不得不向中国转移，并且提高本币结算的比例，目前两国间以人民币和卢布结算占比超过 80%。中国作为大宗商品买方的力量正在显现，人民币正在通过计价大宗商品提升自身地位，既能促进能源安全又有助于保持汇率稳定。2022 年 6 月，印度国内最大水泥厂 UltraTech Cement 从俄罗斯购买煤炭，双方约定用人民币计价结算；2022 年 7 月，澳大利亚必和必拓启动了在中国港口的铁矿石人民币现货贸易；2023 年 3 月 28 日，中海油与法国道达尔公司完成两国第一笔以人民币结算的 6.5 万吨液态天然气采购合同。大宗商品计价货币一经确定就具有很强的路径依赖与网络正外部性（Ito & Chinn, 2014），中国政府应当抓住这一机遇，扩大人民币在国际大宗商品市场的定价影响力。

第二，加快跨境人民币支付清算系统的建设。CIPS 系统作为跨境人民币支付重要的基础设施，需要持续提升和完善其功能。自上线以来，CIPS 系统跨境支付服务网络覆盖面平稳拓展。然而，尽管 CIPS 系统实现了全球各主要时区跨境人民币结算，但是当前仍以间接参与者为主，且体量远小于 SWIFT 系统。其他国家也在尝试建立支付清算系统，例如，俄罗斯的 SPFS 系统、欧洲的 INSTEX 机制。但是和 SWIFT 系统相比，这些系统所涵盖的机构数较少，在适应性方面也存在不足。因此，中国应当持续推进 CIPS 系统的使用，完善 CIPS 系统功能，借助“一带一路”倡议、RCEP 等区域合作，促使各国银行逐步加入系统。同时，应加快 CIPS 系统与各类结算平台标准、规则上的对接，推进与 SWIFT 报文标准的转换等方面开展合作。

第三，积极探索数字人民币跨境使用。数字货币能让跨境结算更为高效，通过使用区块链和数字货币，各国能够构建一个替代美元体系的更高效、更低成本、更安全的金融基础设施。中国应当积极推行数字人民币跨境结算试点，并且积极参与多边

央行数字货币桥（mBridge）项目。mBridge 项目可能产生一个独立于现有 SWIFT 系统之外的国际支付清算体系，最终有可能演变为数字货币区（张明，2022）。mBridge 项目应用分布式记账技术（DLT），通过同步交收（PvP）机制，来支持实时、点对点、跨境支付和外汇交易。因此，与现有的代理银行模式相比，它在速度、透明度、效率、弹性、可访问性、成本和降低结算风险方面更具优势。多中心化的特征也避免了国家被制裁导致跨境结算受阻的可能。目前，mBridge 项目仅为实验结算，货币兑换、数字货币应用以及各国外汇管理之间的协调还需进一步完善，但是 mBridge 项目已经打开了新型跨境支付系统建设的局面。随着各国对于本币结算和货币多元化需求的不断攀升，未来的货币国际化路径很可能是基于交易媒介的新路径。

第四，发挥中国在区域产业链的影响，促进人民币贸易和投资计价功能的发挥。一般来说，贸易和价值链关系密切的国家对本币计价有自然的需求。在全球价值链中，材料加工品的出口商很愿意使用材料加工品进口国的货币进行贸易计价，价值链终端市场的货币也容易被用作贸易计价货币。然而，与中国在全球贸易和全球价值链中的地位相比，人民币的支付货币职能仍有很大的提升空间。中国目前的对外贸易占全球贸易总额的 21.6%，是全球第一大贸易国，但是人民币占全球支付货币的比重仍然较低。同时，东盟是中国第一大贸易伙伴，RCEP 生效后，中国与域内国家的合作更加紧密。中国在区域产业链的中心位置，有助于人民币贸易和投资计价功能的发挥。

（二）构建现代化和开放的中国金融体系

一个具有深度和广度的金融市场，是支撑一国货币国际化的重要因素。虽然近期呈现出“去美元化”的趋势，但是“去美元化”不会一蹴而就，在一段时间内，美元仍然是国际主要的支付货币、储备货币和外汇交易货币。这是因为，美国的综合实力依然强大，特别是其具有高度发达的金融市场。从主要货币国际化的经验来看，20 世纪 80 年代中期，德国相继取消或放松了绝大部分金融市场的限制。德国金融体系的自由化和对外开放，为海外的

马克提供了价值贮藏和投资增值的场所。安全性高、流动性强和盈利性好的金融工具，吸引海外投资者持有马克，马克在国际金融市场上的份额逐步上升。相较之下，日本不健全的金融市场对日元国际化进程产生了严重阻碍。出于不破坏和不影响国内金融秩序的考虑，日本政府人为迟滞了国内金融市场的改革和开放，将重点放在欧洲日元交易自由化。但是欧洲日元债券和贷款市场的参与者主要是本国居民，导致欧洲日元市场的虚假繁荣并未起到实质推进日元国际化的作用。同时，日本国债市场的流动性低下，价格机制扭曲，使得日本国债市场的海外投资者占比和欧美相比非常低。

一直以来，中国持续改革和开放金融市场，但是，目前中国尚没有一个全面开放、富有深度和流动性、产品种类齐全的现代金融体系，以满足境外使用人民币进行流动性管理、投融资和风险管理的需要，进而导致境外主体使用和持有人民币的意愿严重不足（张春等，2022）。美国国债市场规模超过 30 万亿美元，其规模和流动性超过其他安全资产，而中国目前只有大约 7 万亿美元政府债券；外国政府持有美国、欧元区和英国政府债券 20%~30%，而中国不到 5%。外资持有中国股票市值由 2014 年的 1454.27 亿元增长至 2021 年的 3.08 万亿元，增长约 20 倍，市值占比由 0.46% 上升至 4.03%。截至 2023 年 6 月末，境外机构持有银行间市场债券约占总托管量的 2.5%。虽然增长迅速，但是外资参与境内金融市场的比重和发达国家以及部分新兴市场国家相比，仍处于较低水平。在岸金融体系的开放程度和现代化程度都比较低，难以有效支撑人民币作为国际储备和投融资货币。

因此，需要以金融市场深度和广度的提升作为重要基础，持续提升人民币在国际上的地位和影响力。要稳步推进金融领域的规则、规制、管理、标准等制度型开放，便利境外央行、金融机构增配人民币资产，支持更多境外主权类机构、跨国企业在境内发行“熊猫债”，丰富国债、高等级信用债、衍生品等金融工具，支持境内金融产品纳入主流国际指数（潘宏胜，2023）。持续完善金融市场基础设施，强化人民币国际储备功能和国际投资功能，构建和健全现代化人民币金融体系。只有在境内金

融市场拥有更大的深度和广度后,境外投资者才有足够动力和选择配置人民币资产,才能够从根本上解决制约人民币国际化发展的问题,提升国家金融竞争力。

鉴于现阶段中国在中短期内不太可能完全开放资本账户,在岸人民币金融体系不能便利地为人民币的国际使用提供全面服务。因此,需要一个活跃的离岸人民币中心作为有效连接国内和国际市场的枢纽。香港作为最大的离岸人民币清算中心、最大的离岸人民币资金池、最大的离岸人民币债券市场以及最大的离岸人民币外汇和衍生品交易中心,拥有成为离岸人民币业务中心得天独厚的优势。香港更是人民币国际化的早期推动者和全周期参与者,丰富的离岸金融产品、风险管理衍生工具和先进的基础设施与政策支持让其能够充分发挥离岸人民币中心的作用。香港可进一步拓展人民币的使用和投资渠道,发展和创新人民币计价投资产品,提升人民币使用场景和投资便利性,打造满足境内外投资者投融资等需求的人民币产品,形成人民币的国际循环。

除了构建高度发达、具有流动性、产品足够丰富的金融市场,扩大人民币计价占比之外,中国经济需要保持持续稳定的增长,保持货币内在价值和政策的稳定性,不断推进和扩大金融市场和资本账户开放,建立透明和健全的金融监管制度,提高中央银行的公信力,提供良好的产权保护制度和友善的营商环境,人民币在国际贸易计价、投融资使用和官方储备中的使用范围才能不断扩大,人民币国际化才能行稳致远。

参考文献:

- [1] 管涛、陈之平. 日元国际化对人民币“走出去”的启示[J]. 国际金融, 2014(8): 36-41
- [2] 李晓. “日元国际化”的困境及其战略调整[J]. 世界经济, 2005(6): 3-18
- [3] 潘宏胜. 人民币跨境使用的发展历程、进展与新机遇[J]. 中国外汇, 2023(8): 7-10
- [4] 王剑、尹轶帆. 多边央行数字货币桥: 发展进程及其影响[J]. 国际金融, 2023(1): 32-37
- [5] 张春、蒋一乐、刘郭方. 中国资本账户开放和人民币国际化的新路径: 境内人民币离岸金融体系建设[J]. 国际经济

评论, 2022(4): 30-47+4-5

[6] 张礼卿. 全球金融治理面临的八个问题[J]. 中国外汇, 2021(7): 6-10

[7] 张明. 全球新变局背景下人民币国际化的策略扩展——从“新三位一体”到“新新三位一体”[J]. 金融论坛, 2022, 27(11): 3-9+50

[8] Arslanalp S, Eichengreen B J, Simpson-Bell C. The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies[R]. IMF Working Paper, 2022

[9] BIS. Project mBridge: Connecting Economies through CBDC[R]. Bank for International Settlements, 2022

[10] Gopinath G, Stein J C. Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2021(2): 783-830

[11] IMF. Reserve Accumulation and International Monetary Stability[R]. International Monetary Fund, 2010

[12] Ito H, Chinn M. The Rise of the ‘Redback’ and the People’s Republic of China’s Capital Account Liberalization: An Empirical Analysis of the Determinants of Invoicing Currencies[R]. ADBI Working Paper, 2014

[13] Kosse A, Mattei I. Gaining Momentum—Results of the 2021 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies[R]. BIS Papers, 2022

[14] Mundell R. A Reconsideration of the Twentieth Century[J]. American Economic Review, 2000(3): 327-340

[15] Rogoff K. International Institutions for Reducing Global Financial Instability[J]. Journal of Economic Perspectives, 1999(4): 21-42

[16] UN. Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System[R]. United Nations Conference on the World Financial and Economic Crisis and Its Impact on Development, 2009

(责任编辑: 辛本胜、冯天真)